

9761 東海リース株式会社 (Tokai Lease Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 59.49/100 · B

这家公司是做什么的

公司先拥有可拆装、可修复、可重复出租的临时建筑资产，再把“使用权 + 设计 + 施工 + 拆除 + 整备”反复卖给不同工程和客户。

最近亮点

2027财年Q1销售与营业利润继续增长，同时借款环比减少约11.10亿日元；但利息费用同比仍增长61.9%，说明去杠杆和资金成本改善尚未同步。

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	045d44f93ac3551ec028c5c029ad0764a1d7e3df
评分版本	V3.2
发布源 SHA	9f74cb806efa30ab137587718409e296ff4206ee
交付代码版本 SHA	0766761a126f605d0066e204844a771092ba5c5a
交付运行时指纹	7ad03f01646480e5f96e8ac548203213c471929faa52f4c7530fe12afde4adbf

先看研究要点

为什么值得研究	标准化租赁资产可跨项目重复使用，FY2026 合同余额同比增长 8.2%，Q1 出现资产池未明显收缩而债务下降的早期资本效率改善信号；当前 PBR 约 0.48 倍、预期股息率约 4.9%，纯价格长期结构也明显强于旧低位状态。
最需要担心什么	FY2026 ROE 仅 4.2%，经营现金流不足以覆盖租赁资产投资，期末有息负债 176.15 亿日元；公司未公开利用率、重复出租次数或单位资产回报，历史会计更正与施工管理资格实务条件问题也要求治理折价。
Kabugami 现在怎么看	9761 最关键的变量不是订单本身，而是借钱买来的租赁资产能不能更快、更久、更高回报地重复周转。2027 财年 Q1 营业利润继续增长，借款也首次出现明显环比下降，是积极变化；但利息费用同比仍增长 61.9%，2026 财年 ROE 只有 4.2%，且公司没有公开租赁资产利用率和单资产回报。因此现在更像“低估值 + 右侧价格结构 + 早期去杠杆迹象”，还不是资本效率已经被证明的重估完成体。

01 | 这次真正要回答的问题

1.1 | Investment Question：资产回报能不能跑赢利息重新定价

本次 Review 没有从“0.5 倍 PBR 是不是便宜”开始，而是先问：

東海リース能不能通过更高的重复出租次数、利用率、库存调度和用自有租赁产品替代外包施工，让每一单位租赁资产产生的回报持续快于融资成本上升，从而使ROE 脱离4%左右；还是说现在看到的只是需求改善，而资本回报仍被借款和利息锁住？

这家公司把大量资本放进租赁用资产。客户付的钱来自租金、施工与相关服务，公司再把拆回来的标准化部件整備后重新出租。因此，销售额只是结果；底层机器是“资产周转 × 单轮利润 × 重复次数 - 资金成本”。

相关研究发现：F001·F004·F009

1.2 | Q1 出现了一个真正值得继续验证的新变化

2027 财年 Q1 销售 47.86 亿日元，同比增长 10.2%；营业利润 2.50 亿，同比增长 9.0%。但经常利润 2.29 亿同比下降 1.9%，净利润 1.46 亿同比下降 6.9%。公司明确解释，支付利息同比增加 61.9%。

同时，Q1 资产负债表里短期与长期借款合计比 2026 年 3 月底减少约 11.10 亿日元，而租赁用资产并没有同步收缩。这个组合比单纯“利润增长”更重要：如果以后几个季度还能继续做到资产池维持或增长，同时债务下降，资本效率的故事才会真正开始改变。

现在只能把它定义为早期证据，不能提前把一个季度的去杠杆外推成长期趋势。

相关研究发现：F002·F003·F010

02 | 公司本质：把建筑变成可以反复周转的生产资产

2.1 | 不是普通建筑公司，也不是纯金融租赁

東海リース从 1968 年开始做临时建筑租赁。现在的核心产品包括平房式临时建筑、单元房、办公家具与设备。公司自己强调从提案、设计、施工到拆除的一体化运营，并在各地工厂、配送中心回收、整备、储存后再次出租。

真正创造经济性的，不是“造一间房”，而是标准构件经过多次项目使用后，把初始采购、制造和整备成本摊薄。标准化也降低了施工复杂度、维修难度和库存调拨摩擦。

相关研究发现：F001·F005

2.2 | “外包施工替代”为商业模式多加了一层价值

Q1 公司特别说明：会在考虑租赁资产库存、交期和採算后接单，并积极向客户提出用自家租赁商品替代外包工程，以降低成本、缩短工期。

这意味着东海租赁的价值不只来自“客户不必买一栋临时房”，还来自在建设人手紧缺时，把部分现场施工复杂度转移到可标准化、可预制、可重复利用的资产上。

但这并不等于高毛利软件式护城河。公司仍然要承担制造、维修、运输、仓储、施工人员和资本占用。

相关研究发现：F005·F007

03 | 产品、客户、供应链与收入质量

3.1 | 客户需求广，但财报把经济结构压成了一个分部

公司客户包括民间建设、石化等企业以及官公厅需求。产品从临时建筑延伸到办公家具、设备和相关施工。2026 财年末合同余额 161.97 亿日元，同比增长 8.2%，说明未来工程量并没有因为 2026 财年利润回落而同时消失。

问题是，公司按“临时建筑租赁业”单一分部披露。公开资料无法把租金、销售、施工、整备、不同客户和不同资产类型的利润率拆开。因此我们能看到订单和总利润，却看不到哪一种资产真正产生最高回报。

相关研究发现：F004·F006

3.2 | 供应链风险不是缺一颗芯片，而是材料、物流和人

主要投入包括钢材、面板、聚氨酯相关材料、运输、整备和施工人工。公司已经把慢性人手不足、物价和能源成本列为经营环境风险。

建设人手不足对 9761 是双向变量：它会提高客户采用预制、短工期、重复利用方案的价值；同时也会抬高公司自身施工、物流和整备的人力成本。2026 财年包含人工费在内的销售成本率上升 1.6 个百分点，就是反方向证据。

相关研究发现：F007·F008

04 | 行业、竞争与需求现实

4.1 | 2026 年的建设总量并不差，但不能把宏观总量当成公司订单

国土交通省 2026 年度建设投资见通し预计总建设投资继续增长，其中民间非住宅建筑投资增幅较强。这为工地办公室、临时设施、单元房与短工期方案提供了较好的需求底色。

但建设订单月度波动很大，而且東海リース自己在 2026 财年也出现官公庁项目期中受注、期中完工低于计划的情况。所以宏观“总建设投资增长”不能直接等同于公司每季度销售顺滑上升。

相关研究发现：F006

4.2 | 竞争说明这不是稀缺技术垄断

Nagawa、Sankyo Frontier 等同行同样销售和出租单元房、模块化建筑与相关服务。客户可以比较价格、交期、规格、库存和施工能力。

因此 9761 的竞争优势更像运营系统：全国配送与整备网络、可用库存、标准化部件、一体化施工和多年客户关系。它能形成实际摩擦，但没有证据支持“客户无法替换”或“独家技术垄断”。

相关研究发现：F008

05 | 护城河：资产池和运营网络有价值，但必须用回报率证明

5.1 | 规模只有在“资产更忙”时才是护城河

租赁模式的一个天然优势是：资产越标准化、网络越广，越容易把闲置资产从一个地区调到另一个项目，维修、备件和施工也更容易复用经验。

但资产池大本身也可能变成负担。若客户需求分布变化、资产老化或调度不好，大量固定资产会闲置，同时利息、折旧、仓储与维护成本仍然存在。

所以这家公司的护城河不能只看“有多少资产”，而要看这些资产是否比竞争者更高频、更高利润地被利用。公司没有公开可持续追踪的利用率或单资产回报，是当前最重要的 Research Debt 之一。

相关研究发现：F004·F008

06 | 财务质量：利润表恢复了，资本表还没有毕业

6.1 | 过去五年：现金流一直为正，但资本效率很低

2022—2026 财年，集团销售从 164.21 亿增至 188.56 亿日元；经营现金流每年为正，但从 24.22 亿一路降到 6.73 亿日元。ROE 同期为 2.11%、0.97%、4.31%、6.48%、4.20%，说明资产规模增长还没有稳定转化为高股东回报。

公司自己把 ROE 5% 作为经营指标之一。2026 财年 4.2% 仍未达到这个不算激进的目标。

相关研究发现：F009·F011

6.2 | “自由现金流为负”需要拆开看，但不能因此忽略融资依赖

2026 财年经营活动现金流 6.73 亿日元，租赁用资产取得支出 19.65 亿，整体投资现金流支出 21.65 亿，融资现金流则流入 25.67 亿。

对普通工业公司，经营现金流减资本开支大幅为负会很难看；对运营租赁公司，租赁资产本身就是未来收入的生产工具，所以不能把全部资产采购简单视为“浪费现金”。

但反过来也不能说“这是成长投资，所以债务无所谓”。只有新增资产未来带来的租金、施工利润和重复周转回报高于资金成本，融资才创造价值。公开资料恰好没有最关键的利用率和单资产回报。

相关研究发现：F004·F009

6.3 | 利息已经从配角变成主线

2026 财年支付利息 2.28 亿日元，较前期 1.20 亿大增；公司披露期末有息负债 176.15 亿，其中短期借款平均利率约 1.97%、一年内到期长期借款约 1.68%、长期借款约 1.79%。未来数年还有较集中到期的长期借款。

Q1 借款合计减少约 11.10 亿是正面信号，但同期支付利息仍同比增加 61.9%。这说明债务余额下降和利息费用下降之间存在滞后，也说明过去的加杠杆仍在利润表上付账。

相关研究发现：F002·F003·F010

07 | 股东、管理层与治理折价

7.1 | 所有权稳定，但不是机构推动型资本效率故事

截至 2026 年 3 月末，个人股东持有单位数占比约 83%。代表董事社长塚本博亮及塚本家相关股东位于主要股东前列，形成长期所有者色彩，但并不存在绝对控股。

这种结构可以减少短期市场压力，也意味着资本效率提升更多要靠内部自觉，而不是外部机构持续推动。

相关研究发现：F013

7.2 | 治理历史必须留在估值里

2025 年公司曾因中国子公司有偿减资的外币折算会计处理问题，对多个历史期间进行更正。随后又披露部分员工在不满足实务经历要求的情况下参加施工管理技术检定并取得资格，其中一人曾作为监理技术者配置于一个现场；公司已向国土交通省报告并继续应对问询。

这些事件不等于公司当前财务报表不可信，也没有证据证明存在持续违法经营，但它们说明内部控制曾出现真实失误。对低估值股票而言，不能只把 PBR 折价全部解释成“市场错了”。

2026 年董事会有效性评价也继续把女性董事与多样性不足作为课题。7 月限制性股票报酬规模很小，更多是中长期激励信号，不足以改变治理评分。

相关研究发现：F014

08 | 资本配置、分红与估值

8.1 | 120 日元分红很有吸引力，但分红不是资本效率的替代品

2026 财年每股分红 120 日元；2027 财年公司仍预测 120 日元。按 9 月 9 日 2,450 日元收盘价，预期股息率约 4.9%。公司长期政策要求兼顾稳定分红与投资，并把 30% 以上的分红支付率作为基本目标。

高股息对下行有保护，但当租赁资产投资大量依赖借款时，必须同时看资产回报、债务和分红。最好的状态不是“借更多钱也照样分红”，而是经营产生的回报足以同时支持资产更新、去杠杆和股东回报。

相关研究发现：F015

8.2 | 0.48 倍 PBR 确实便宜，但企业价值没有看起来那么便宜

9 月 9 日收盘 2,450 日元，每股净资产约 5,053 日元，对应 PBR 约 0.48 倍；公司全年 EPS 预测 254.16 日元，对应 PER 约 9.6 倍。

如果只看股权，这个价格明显低。但用约 346 万流通普通股粗算，股权市值约 85 亿日元；Q1 借款减现金后的净债务仍约 128 亿日元，粗略企业价值约 213 亿。对公司全年营业利润 15.7 亿预测，EV/营业利润大约 13.5 倍。

这不是说 EV/EBIT 必须成为唯一估值尺，而是提醒：低 PBR 的背后有一大块债权资本一起占用租赁资产。只有这些资产提高回报，0.5 倍 PBR 才更容易从“低 ROE 的合理折价”变成真正的重估机会。

相关研究发现：F010·F012

09 | 三种未来：真正分岔点在资产回报和债务

9.1 | 乐观情景

民间非住宅建设维持韧性，预制和短工期方案在劳动力不足环境下继续被采用；公司把外包施工替换成自家租赁产品，资产利用率和重复出租次数提高。营业利润达到或超过 15.7 亿日元计划，同时借款连续下降，利息增速转负，ROE 持续站上 5% 并进一步改善。

在这种情况下，0.48 倍 PBR 不再只是低 ROE 折价，市场有理由重新支付更高的资产价值倍数。

9.2 | 基准情景

销售和营业利润继续恢复，合同余额逐步转化，但利息费用仍高、债务只缓慢下降。120 日元分红提供回报，股价维持比旧长期区间更高的位置，但资本效率改善不足以快速推升 PBR。

这是当前最接近的情景。

9.3 | 悲观情景

建设订单变弱或资产调度效率下降，租赁资产闲置增加；材料、运输和人工成本继续上升，借款重新扩张或利息持续侵蚀营业改善。利润和分红承压，低 PBR 继续合理甚至进一步收缩。

相关研究发现：F003·F006·F012·F017

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 | 这不是一个刚从底部抬头的短故事

把历史拉到 1996 年，9761 曾在 12,300 日元附近见到极高价格，此后长期下移。2003 年最低约 720 日元，2004—2005 年又快速升到 3,630，但没有建立可持续的新高位结构，2008 年再回到 1,090。此后多年主要运行在远低于旧高点的区域，2020 年低点 1,080，2023 年低点 1,231、年末 1,247。

因此现在不能把任何一次上涨都叫“突破成功”。这只股票历史上已经出现过非常强的反弹后再次被旧弱势吸收。

相关研究发现：F016

10.2 | 2024—2026 真正不同的是：深回撤后没有回到旧低价区域

2024 年全年最低 1,300、年末 1,764；2025 年最低 1,730、年末 2,474。2026 年 2 月最高 2,739，6 月 4 日最低 2,109，峰谷回撤约 23%。

关键不是 2,739 这个高点本身，而是经历 23% 左右回撤后，价格没有重新跌回 2020—2024 早期常见的 1,200—1,700 区域。9 月 9 日收 2,450，仍明显高于 6 月低点 and 旧长期低价带。

这说明旧价格状态对股价的吸引力已经实质减弱，而且更高的价格组织经历过一次有意义的回撤测试。

相关研究发现：F017

10.3 | 但新状态还没有完成最终确认

当前 2,450 仍低于 2 月 2,739 高点；日成交量也很低，9 月 9 日只有 13,100 股。价格没有重新失守 2,100 附近是积极事实，但也没有重新穿越 2,739 并证明更高价格区间可以持续扩张。

因此纯价格判断是：Old-state weakening 已经有较强证据；New-state established 有中高强度证据，但仍缺少一次重新扩张并守住高位的确认。

这也是 Technical 评分给 78 而不是 90 以上的原因。这里没有使用基本面、Owner 图、MACD 或单一指标替代纯价格判断。

相关研究发现：F017·F018

11 | 接下来最值得看的验证点

11.1 | Q2/H1 最重要的不是销售同比，而是这四件事

1. 借款：Q1 减少约 11.10 亿后能不能继续下降；
2. 利息：支付利息的同比增速是否开始明显回落；
3. 营业利润与现金：营业改善能否转化成更强经营现金流，而不是继续靠融资补资产投资；
4. 资产回报代理变量：即使公司仍不披露利用率，也要看收入、毛利、资产规模和债务之间是否出现更好的单位资本效率。

相关研究发现：F003·F004·F010

11.2 | 外部催化剂是辅助，不是主因

建设投资、劳动力短缺和预制化需求可以提供订单环境，但最终仍要落在公司自己的资本效率上。宏观好、订单多，如果资产、人员和融资增长得更快，也不会自动创造股东价值。

相关研究发现：F006·F007

12 | Research Debt、UNKNOWN 与反证

12.1 | 最重要的 UNKNOWN：资产到底有多忙

公司公开资料没有给出可持续比较的租赁资产利用率、平均租期、重复出租次数或租赁资产回报率。我们已沿公司 IR、年度报告、季度资料和业务介绍进行有界搜索，没有发现可以把这个问题真正量化的公开数据。

这不是“没有问题”的证据，而是明确的 Research Debt。最能解决它的新证据将来自公司未来披露的利用率、单位资产收入/利润、资产周转或能近似这些变量的运营 KPI。

相关研究发现：F004

12.2 | 第二个 UNKNOWN：Q1 去杠杆是趋势还是时间点

Q1 借款下降是本次 Review 最有价值的新证据之一，但只有一个季度。由于利息仍明显上升，不能把“债务减少”直接解释成资金成本已经见顶。

需要至少后续半年度/年度资产负债表和利息费用共同确认。

相关研究发现：F003·F010

12.3 | 还没有被解决的公开披露盲区

- 单一分部让租赁、施工、销售、设备与不同客户利润池难以拆分；
- 没有足够细的客户集中度和项目取消/延迟数据；
- 2025 施工管理资格问题后续监管问询仍应持续观察；
- 资产使用年限、残值和实际经济寿命之间的偏差，需要通过未来减值、出售和资产回报变化检验。

这些未知不阻止 Research Stop，因为目前没有合理的公开高信息路径能在今天把它们进一步解决；但它们必须保留，不能在 Synthesis 或 Score 里消失。

相关研究发现：F004·F014

13 | Full Synthesis：什么是真的，什么还只是希望

13.1 | Durable Business Portrait

東海リース拥有一个真实、长期存在的循环租赁系统：标准化临时建筑在各地区被制造、运输、施工、拆除、整备和重新配置。资产与配送网络能够降低客户一次性购买和自行组织多个施工环节的成本；在人手短缺环境下，这种运营价值可能变得更重要。

但这个模式天然资本密集。资产池越大，潜在收入能力越大，同时折旧、仓储、维护和融资负担也越大。没有高利用率和重复周转，规模反而会降低资本回报。

13.2 | 本次 Research Dividend

最有价值的新发现不是 Q1 销售增长，而是：租赁资产没有明显收缩的同时，借款在 Q1 下降约 11.10 亿日元。

这第一次给出一种可能性：2026 财年的加杠杆阶段也许正在转向“已有资产产生更多收入、同时开始偿债”。如果后续两个方向同时持续——营业利润增长、借款和利息下降——本次 59.49 分会明显低估未来结构。

反过来，如果债务很快重新增长，或者利息继续吞掉营业改善，这个 Dividend 就会被证伪。

相关研究发现：F003

13.3 | Frozen Full Synthesis Map 的最终因果链

主链： 标准化可重复租赁资产 → 更快施工与更低客户协调成本 → 重复出租/更高资产利用 → 单位资产收入与利润提高 → 经营现金覆盖资产更新与债务 → 利息压力下降 → ROE 提高 → 低 PBR 重估。

反链： 资产扩张快于需求/调度效率 → 闲置、折旧、维护和融资负担上升 → 借款与利息增长 → 营业利润改善无法传到经常利润和现金 → ROE 停留低位 → 低 PBR 继续合理。

当前证据把公司放在两条链之间偏正面的一侧：需求和营业利润在改善，Q1 债务也下降；但资产利用率未知、利息仍高、ROE 仍低，因此尚不能把正链判定为完成。

相关研究发现：F002·F003·F004·F009·F011·F012

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	55	7.15	自有资本比率 45%左右且 Q1 开始降债，但净债务仍大，利息已进入核心利润变量。
竞争优势与结构耐久性	14	50	7.00	资产池、配送整备网络和一体施工有运营摩擦，但大型同行存在，没有客户锁定或稀缺技术证据。

盈利质量、现金转化与资本效率	17	50	8.50	Q1 营业改善真实；但 2026 财年 OCF 下降、资产投资依赖融资、ROE 仅 4.2%，关键利用率未知。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	65	7.15	循环租赁商业模式清楚、合同余额有支撑、客户场景广；单一分部披露遮蔽利润池和客户集中。
估值与安全边际	15	75	11.25	PBR 约 0.48、PER 约 9.6、股息率约 4.9%提供保护；但债务使企业价值不如股权倍数看起来便宜。
资本配置与股东回报	10	55	5.50	120 日元分红稳定且 Q1 开始去杠杆；此前租赁资产扩张明显依赖借款，资本纪律尚待连续证明。
治理、所有权与管理层	7	40	2.80	长期所有者结构有对齐，但历史会计更正、施工资格实务问题与董事会多样性不足需要折价。
Kabugami 技术结构	13	78	10.14	长期旧弱势明显衰退，2026 约 23% 回撤仍守在更高价格区；但尚未重新突破 2,739 并建立更高扩张。
Total	100		59.49	Rating B

相关研究发现：F011·F012·F014·F015·F018

14.2 | 为什么不是更高分

低估值、分红和右侧价格结构很容易让人产生“已经便宜到不用看别的”的错觉。V3.2 不奖励研究量，也不重复奖励同一个低估值故事。

真正压住分数的是同一个资本机制：资产密集 → 借款大 → 利息上升 → OCF 无法覆盖资产投资 → ROE 低。这个机制分别影响财务、盈利质量和资本配置，但评分时没有把它当作三个独立坏消息重复扣分。

如果未来债务与利息持续下降、单位资产回报上升，这一主机机制会从负面约束变成正面传导，多个模块才有理由一起升级。

15 | 来源、Research Findings 与 Compliance

合规与风险声明

本报告为 Kabugami.jp 公开研究记录，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价、收益保证或适合性判断；投资者可能损失部分或全部本金。

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景、技术结构或其他研究判断均可能因事实遗漏、资料时差、解释差异、模型错误、市场、流动性、信用、业务、技术、治理或资本政策变化而偏离实际结果。读者应阅读最新法定披露，并结合自身风险承受能力、资金期限及税务／法律状况独立决策。

15.1 | 本 Review 的方法与身份

- Research Producer：GPT Research Lane。
- Research Review：2026-09-09。
- Research Authority SHA：045d44f93ac3551ec028c5c029ad0764a1d7e3df。
- 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。
- 2026-08-22 V3.1 Review 保留为不可改写的历史记录。本次只把历史事实和可追溯证据当作背景；Investment Question、Open Discovery、Coverage35、Technical、Research Stop、Synthesis、Score、Routing 和 Action 均在本次 pinned authority 下独立形成。
- 上一 Review 绑定的 Owner 图表附件属于上一 Review 身份，本次新 Review 不继承；当前 Owner Media 状态为 text-only / null。
- Open Discovery 先于 Coverage35；35 个固定领域均进行了本公司特定的第二层研究动作。高信息价值的未解决项已保留为 Research Debt，而不是用“已覆盖”掩盖。
- Technical 由纯价格事实独立形成，再进入 Protected Technical Synthesis；没有让基本面、Owner 图或单一技术指标倒推 Technical 结论。
- Research Stop 发生在公开资料中已没有合理的高信息价值下一步足以改变核心机制、估值、Score 或 Action 之后；公司未披露的资产利用率等问题保留为 UNKNOWN。
- Frozen Full Synthesis Map 在 Score 之前完成；Score 没有反向决定研究方向。

15.2 | 主要公开来源

1. 東海リース | 2027 年 3 月期第 1 四半期決算短信（2026-08-10）

<https://tokai-lease.co.jp/ir/tanshin/r081.pdf>

2. 東海リース | 2026 年 3 月期 有価証券報告書（2026-06-25）

<https://tokai-lease.co.jp/ir/report/files/4c0cfe8b3b70b295e7f09d350704a2d8e273084d.pdf>

3. 東海リース | 公司与运营租赁体系

<https://tokai-lease.co.jp/>

4. 東海リース | 廃材ゼロ／标准化与再利用

<https://tokai-lease.co.jp/approach/>

5. 東海リース | 株式情報

https://tokai-lease.co.jp/ir/stock_information/

6. 東海リース | ESG Data

<https://tokai-lease.co.jp/sustainability/data/>

7. 国土交通省 | 令和 8 年度（2026 年度）建設投資見通し

https://www.mlit.go.jp/report/press/joho04_hh_001389.html

8. 帝国データバンク | 人手不足に対する企業の動向調査（2026 年 4 月）

<https://www.tdb.co.jp/report/economic/20260519-laborshortage202604/>

9. Yahoo!ファイナンス | 9761 株価時系列（2026-09-09 参照）

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9761.T/history>

10. 株探 | 9761 年足株価時系列（长期纯价格历史）

https://s.kabutan.jp/stocks/9761/historical_prices/yearly/

11. Nagawa | 公司资料（竞争现实）

<https://group.nagawa.co.jp/>

12. Sankyo Frontier | 公司资料（竞争现实）

<https://www.sankyofrontier.com/>

15.3 | Research Findings : 正文与证据的双向索引

展开本次 Review 的 18 项研究发现

F001 | 9761 的经济本质是让标准化临时建筑资产跨项目重复周转，而不是一次性建筑销售。

研究类型：economic_identity

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：价值由资产周转、单轮利润、重复次数与资金成本共同决定。

不确定性：资产利用率未披露。

证据：直接证据 | 東海リース公司业务资料 (<https://tokai-lease.co.jp/>)·再利用体系 (<https://tokai-lease.co.jp/approach/>)回到正文：00 | 核心结论 · 01.1 | Investment Question · 02.1 | 公司本质

F002 | 2027 财年 Q1 销售与营业利润增长，但利息同比+61.9%使经常利润和净利润反方向下降。

研究类型：earnings_transmission

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股含义：营业改善是否能穿过资金成本进入股东利润，是当前最关键的验证。

不确定性：利息见顶时间未知。

证据：直接证据 | FY2027 Q1 決算短信 (<https://tokai-lease.co.jp/ir/tanshin/r081.pdf>)回到正文：01.2 | Q1 新变化 · 06.3 | 利息主线 · 13.3 | 主因果链

F003 | Q1 借款合计环比下降约 11.10 亿日元，同时租赁资产并未明显收缩，形成早期去杠杆 Research Dividend。

研究类型：deleveraging_signal

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / SYNTHESIS

普通股含义：如果这一组合持续，资本效率叙事会发生实质改变。

不确定性：目前只有一个季度，不能外推。

证据：直接证据 | FY2027 Q1 资产负债表 (<https://tokai-lease.co.jp/ir/tanshin/r081.pdf>)回到正文：01.2 | Q1 新变化 · 11.1 | 下一验证 · 13.2 | Research Dividend

F004 | 公司公开资料没有给出可持续比较的租赁资产利用率、重复出租次数或单位资产回报。

研究类型：material_unknown

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / RESEARCH_DEBT

普通股含义：无法直接证明资产池扩大究竟提高还是降低单位资本回报。

不确定性：高；需要公司未来运营 KPI。

证据：有界缺口 | 公司 IR 公开资料 (https://tokai-lease.co.jp/ir/ir_library/)回到正文：03.1 | 披露限制 · 05.1 | 护城河 · 12.1 | Research Debt

F005 | 公司用标准化、配送整備网络和自家租赁产品替代部分外包工程，能同时降低客户协调成本并缩短工期。

研究类型：operating_mechanism

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股含义：人手不足环境下，一体化可提高方案价值和资产周转机会。

不确定性：增量毛利贡献未拆分。

证据：直接证据 | FY2027 Q1 (<https://tokai-lease.co.jp/ir/tanshin/r081.pdf>)·标准化再利用 (<https://tokai-lease.co.jp/approach/>)回到正文：02.1 | 循环资产 · 02.2 | 外包替代

F006 | FY2026 期末合同余额 161.97 亿日元，同比+8.2%，而 2026 年度日本建设投资总体仍有增长底色。

研究类型：demand_backlog

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：需求基础没有随 FY2026 利润回落而消失，但订单月度和官公庁项目仍会波动。

不确定性：合同取消与项目利润率未公开。

证据：直接证据 | FY2026 有価証券報告書 (<https://tokai-lease.co.jp/ir/report/files/4c0cfe8b3b70b295e7f09d350704a2d8e273084d.pdf>)·国交省 2026 建設投資見通し (https://www.mlit.go.jp/report/press/joho04_hh_001389.html)回到正文：03.1 | 合同余额 · 04.1 | 建设需求 · 09 | 情景

F007 | 建设业长期人手不足同时增加预制短工期方案的客户价值和東海リース自身人工成本。

研究类型：labor_two_sided_mechanism

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：人手不足不是单向利好，必须看价格和生产率能否覆盖工资与外包成本。

不确定性：公司没有量化人手不足带来的净利润贡献。

证据：直接/外部证据 | 帝国データバンク (<https://www.tdb.co.jp/report/economic/20260519-laborshortage202604/>)·FY2026 年报

(<https://tokai-lease.co.jp/ir/report/files/4c0cfe8b3b70b295e7f09d350704a2d8e273084d.pdf>)回到正文：02.2 | 外包替代 · 03.2 | 供应链 · 11.2 | 外部催化

F008 | Nagawa、Sankyo Frontier 等同行提供相近模块化建筑租赁，证明 9761 的护城河主要是运营网络而非稀缺技术。

研究类型：competition_moat

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：规模必须通过更高利用率、交期和服务效率转化成资本回报，不能只靠资产数量。

不确定性：缺少可比利用率和价格数据。

证据：外部证据 | Nagawa (<https://group.nagawa.co.jp/>)·Sankyo Frontier

(<https://www.sankyofrontier.com/>)回到正文：03.2 | 供应链 · 04.2 | 竞争 · 05.1 | 护城河

F009 | FY2026 经营现金流 6.73 亿日元，租赁资产取得支出 19.65 亿，融资现金流流入 25.67 亿，资产扩张明显依赖融资。

研究类型：cash_capital_intensity

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：未来资产回报必须高于资金成本，否则增长会稀释资本效率。

不确定性：新增资产的增长性与维护性支出无法完全拆分。

证据：直接证据 | FY2026 现金流量表

(<https://tokai-lease.co.jp/ir/report/files/4c0cfe8b3b70b295e7f09d350704a2d8e273084d.pdf>)

回到正文：01.1 | Investment Question · 06.1 | 现金与 ROE · 06.2 | 资产投资

F010 | FY2026 期末有息负债 176.15 亿日元，主要借款平均利率约 1.68%—1.97%，利息已成为利润表的核心变量。

研究类型：leverage_refinancing

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：日本利率正常化下，去杠杆速度会直接影响股东利润。

不确定性：未来每笔再融资利率未知。

证据：直接证据 | 借入金等明細表

(<https://tokai-lease.co.jp/ir/report/files/4c0cfe8b3b70b295e7f09d350704a2d8e273084d.pdf>)

回到正文：06.3 | 利息 · 08.2 | 企业价值 · 12.2 | 去杠杆 UNKNOWN

F011 | FY2026 ROE 只有 4.2%，过去五年大多处于低个位数，资本效率尚未形成持续改善。

研究类型：capital_efficiency

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：低 PBR 在低 ROE 资产上不自动等于市场错误。

不确定性：FY2027 全年改善幅度待验证。

证据：直接证据 | FY2026 主要经营指标

(<https://tokai-lease.co.jp/ir/report/files/4c0cfe8b3b70b295e7f09d350704a2d8e273084d.pdf>)

回到正文：06.1 | ROE · 13.3 | 因果链 · 14.1 | Score

F012 | 2,450 日元对应 PBR 约 0.48、PER 约 9.6 和约 4.9%预期股息率，但粗略 EV/公司营业利润预测约 13.5 倍。

研究类型：valuation_bridge

来源研究：COVERAGE35 / SYNTHESIS

普通股东含义：股权看起来很便宜，但债务资本也共同占用租赁资产，不能只用 PBR 判断安全边际。

不确定性：EV/EBIT 只是辅助尺，不包含资产残值和完整周期利润。

证据：市场/直接证据 | Yahoo!株価 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9761.T/history>)·公司业绩

预测 (<https://tokai-lease.co.jp/ir/tanshin/r081.pdf>)回到正文：00 | 核心结论 · 08.2 | 估值 · 09 | 情景

F013 | 个人股东占比高，塚本家长期持股形成稳定所有者色彩，但资本效率改善主要依赖内部治理。

研究类型：ownership_alignment

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：长期持有者对齐是正面，但缺少强机构约束不保证资本回报自然提高。

不确定性：家族股东未来资本政策偏好未知。

证据：直接证据 | 株式情報 (https://tokai-lease.co.jp/ir/stock_information/)·FY2026 有価証券報告書

(<https://tokai-lease.co.jp/ir/report/files/4c0cfe8b3b70b295e7f09d350704a2d8e273084d.pdf>)回到正文：07.1 | 所有权

F014 | 历史会计更正与施工管理资格实务条件不符是真实治理反证，应该进入估值折价而非被低 PBR 故事覆盖。

研究类型：governance_counterevidence

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股含义：内部控制曾出现实际失误，需要持续观察监管后续和再发防止。

不确定性：国土交通省后续问询最终结果仍待披露。

证据：直接证据 | FY2026 有価証券報告書

(<https://tokai-lease.co.jp/ir/report/files/4c0cfe8b3b70b295e7f09d350704a2d8e273084d.pdf>)回到正文：07.2 | 治理 · 12.3 | 披露盲区 · 14.1 | Score

F015 | 公司继续预测每股 120 日元分红，当前价格对应约 4.9%收益率，为股权提供现实现金回报。

研究类型：shareholder_return

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：分红是下行保护，但必须与资产更新和去杠杆能力一起看。

不确定性：若利润和现金流显著恶化，分红仍可能调整。

证据：直接证据 | FY2027 Q1 分红预测 (<https://tokai-lease.co.jp/ir/tanshin/r081.pdf>)回到正文：08.1 | 分红 · 14.1 | Score

F016 | 9761 历史上曾从极高价格体系长期坠落，并在 2004—2005 强反弹后再次回到低位，证明单次大涨不能等同长期状态改变。

研究类型：technical_history

来源研究：TECHNICAL

普通股含义：技术判断必须经过回撤和保持测试，而不是看到突破就追认。

不确定性：历史流动性和公司资本结构随时间变化。

证据：纯价格 | 株探年足 (https://s.kabutan.jp/stocks/9761/historical_prices/yearly/)回到正文：00 | 核心结论 · 10.1 | 长期历史

F017 | 2024—2025 价格重心明显上移；2026 从 2,739 回撤约 23%至 2,109 后仍未被旧 1,200—1,700 区域重新吸收。

研究类型：technical_retention

来源研究：TECHNICAL

普通股含义：旧弱势状态已经明显失去控制，更高价格组织通过了一次有意义的保持测试。

不确定性：低流动性使短期价格信号更容易受少量成交影响。

证据：纯价格 | 株探年足 (https://s.kabutan.jp/stocks/9761/historical_prices/yearly/)·Yahoo!日足 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9761.T/history>)回到正文：09 | 情景 · 10.2 | 回撤保持 · 10.3 | 未完成确认

F018 | 9月9日 2,450 仍低于 2月 2,739 高点，且成交量很低；新状态有中高强度证据，但尚未完成再次扩张确认。

研究类型：technical_unknown

来源研究：TECHNICAL / SYNTHESIS

普通股东含义：技术结构偏正面但不是“确认完毕”，因此不应把 Technical 当成忽略资本效率问题的许可。

不确定性：下一次大回撤或重新突破后的保持行为尚未发生。

证据：纯价格 | Yahoo! 株価时系列 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9761.T/history>) 回到正文：

10.3 | 未完成确认 · 14.1 | Score

15.4 | 最终 Research Stop 与可证伪条件

本次 Research Stop 并不是“资料够多了”，而是剩余高价值问题主要需要公司未来的新披露或下一期真实经营结果：租赁资产利用率、单位资本回报、Q1 去杠杆能否延续、利息是否见顶，以及施工资格问题后续监管结果。

本 Review 最核心的可证伪条件非常简单：

- 正面证实：营业利润继续增长，同时债务和利息持续下降，经营现金流改善，ROE 稳定超过公司 5% 目标并继续抬升；
- 负面证伪：债务重新扩张、利息继续吞掉营业改善，资产规模增加但现金/ROE 没有同步提高，或治理问题再次发生。

到那时应重新 Review，而不是为了维持今天的 59.49 分去解释新事实。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 3500 -->

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。