1866 北野建設株式会社（KITANO CONSTRUCTION CORP.）

Kabugami V3.2 56.15/100 · B

这家公司是做什么的

北野建設承接建筑、土木、改造及修缮工程，并经营酒店、高尔夫球场和广告业务，建筑工程贡献绝大部分收入与利润。

最近亮点

2027财年第一季度营业利润同比增长62.9%，新接工程订单明显回升；现金增加主要伴随客户预付款增加，仍需观察工程结算和资金回收。

资料截止 2026-10-19 · 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、投资勸诱、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	2026-10-19
研究规则版本 SHA	6197c0d726ecb8b820b87c37e7b86f8acd8ade62
评分版本	V3.2
发布源 SHA	31e92eb32c84faf956d2e7383835d06cee4fac77
交付代码版本 SHA	31e92eb32c84faf956d2e7383835d06cee4fac77
交付运行时指纹	8c1e397e602d0070dce48ef369ae28a148f590ae47d528aab8d088ca38d8e30c

先看研究要点

为什么值得研究	主营毛利改善、订单补充和较厚的权益资本提供了基础；按 1,120 日元计算，公司预测 PE 约 7.78 倍、PBR 约 0.51 倍。
最需要担心什么	连续两年经营现金流为负，政策持股与公益支持影响资本使用，最新价格反弹仍未扭转今年高点后的偏弱结构。
Kabugami 现在怎么看	这是一家资产基础较厚、主营正在改善的工程公司；便宜能否变成股东回报，取决于工程收款、资本使用和利润持续性。

01｜投资问题与当前结论

北野建設最近一季的财报看起来很强：营业利润增长 62.9%，母公司新接工程订单从上年同期的 171.11 亿增加至 406.40 亿，六月末现金及存款也比三月底多了 47.02 亿。但这三个改善并不意味着同一件事。

营业利润增加，主要来自施工毛利改善；订单增加，补回了上一年度明显下降的待施工项目；现金增加，则与客户预付工程款增加 61.15 亿同时发生。预付款是真实收到的钱，却也对应未来必须完成的工程。把它全部视作已经赚到、可以自由分给股东的钱，会高估财务余裕。[S01][S03]

本次研究的问题因此是：公司能否把选项目、接订单和施工能力，稳定地转成工程结算后的现金，并让普通股东分享这些成果？

现阶段适合继续关注。约 7.78 倍预测 PE 和较厚权益资本，使它具备研究价值；但连续两年的经营现金流出、约两成的分红比例，以及过去支持北野美术馆的特殊股票安排，都说明低 PBR 不能直接等同于可兑现的折价。下一步最有价值的证据，是利润保持、应收工程款回收与资本使用同时改善。现金机制·资本使用·估值条件

02｜公司本质与商业模式

北野建設的业务起源可追溯至 1917 年的木材业，1946 年设立公司，1973 年上市。今天以长野与东京为主要经营据点，集团包括母公司及五家子公司，其中四家纳入合并报表。建筑和土木是核心，酒店、高尔夫球场及广告业务提供补充。[S01]

2026 财年，建筑业务对外收入 748.67 亿，约占集团收入 95%；酒店收入 29.33 亿，高尔夫球场 2.65 亿，广告 7.25 亿。建筑业务分部利润 41.27 亿，酒店 4.49 亿，集团营业利润 46.40 亿。理解这家公司，首先要理解工程承包，而不能因为有土地、证券和酒店，就把它当成单纯的资产投资公司。

客户付款买的是能够按要求交付的建筑物和工程。公司需要选择项目、组织设计施工、协调协力公司、控制成本与质量，并最终收回应得款项。熟悉客户和当地环境可以帮助获得委托，施工经验也能降低错误，但每个项目仍要重新面对报价、工期和结算风险。

收入通常按工程进度确认。工程越往前推进，报表上可以确认更多收入和利润；现金则取决于合同的付款节点。两者在单个季度乃至一年内可能明显错开。因此，订单、收入、利润、现金和股东分红，是相互连接、却不能互相替代的五件事。公司本质

03｜产品、客户与供应链

3.1｜订单确实回来了，但主要是补回前一年的缺口

2026 财年，母公司新接工程订单 516.17 亿，同比下降 47.8%；完成工程额 741.90 亿，三月底未完成订单 699.92 亿，低于上一年末的 925.66 亿。公司强调优先考虑项目盈利和债权保障，因此订单下降与营业利润上升可以同时出现。不过，这并不能证明订单减少的每一部分都是主动筛选的结果。[S01]

2027 财年第一季度，新接订单 406.40 亿，同比增长约 137.5%，其中建筑 335.01 亿、土木 71.38 亿。六月末未完成订单升至 912.66 亿，较三月底明显恢复，却仍略低于上一年六月的 918.45 亿。也就是说，季度增幅很大，但尚不足以说明待施工规模已经进入更高的新阶段。[S03]

新接订单中，特命工事，也就是由客户指定或协商委托的工程，占比从 34.7%升至 76.2%。这有助于理解客户关系的重要性，但不能直接推导出同等幅度的利润增长：订单金额包含原有合同的追加、变更，最终利润还取决于采购、施工成本和结算。

以上订单数据是母公司口径，不应直接与合并收入混为一谈。订单的含义

3.2｜客户不是固定的一家，风险仍会集中在少数大工程上

2026 财年没有单一客户贡献合并收入的 10%以上；上一年度则有倉石地域振興財団贡献 82.18 亿收入。客户名单会随项目进度变化，因此一年没有重大客户集中，不代表未来每一年都分散。[S01]

六月末未完成订单中，民间项目 762.53 亿，公共项目 150.13 亿，民间占比约 83.5%。企业设备投资、房地产开发节奏和客户信用状况，对工程机会与回款都有影响。

供应侧更重要的约束是熟练人员、协力公司、材料和工程协调。公司最新财报仍提示人工短缺、劳务费与原材料价格上升，以及同行接单竞争。更多订单只有在人员与施工能力跟得上时，才更可能成为有质量的增长；否则可能表现为工期延长和成本超支。[S03]

04｜竞争格局与产业关系

北野建設的优势更接近长期积累的工程能力与客户信任。公司在抗震、隔震、传统木结构与文化建筑修缮、建筑寿命延长等方面有实际技术积累，2026 财年研发支出 1.03 亿。同时，多项施工方法是与其他中大型承包商共同开发的。这说明公司并非只有低价接单，但也不能把行业共享的技术当成独有垄断。[S01]

2026 年 8 月，富士通与东急建设、北野建設公布工程管理 AI 试验。富士通负责 AI 开发、分析和验证，施工企业提供现场知识、数据及反馈；试验分别用于两家施工企业的工程，计划持续至 12 月 25 日。它要解决的是工程任务、材料人员安排、申报审批等环节的遗漏和延误。[S07]

这项合作值得跟踪，因为减少返工和管理遗漏可能改善工程效率。但它目前是试验，不是已经证明的利润增长，也不是北野建設拥有一家高毛利 AI 软件业务。还需看到节约多少工时、减少多少错误，以及能否跨项目推广。技术合作的边界

05｜护城河判断

客户把重要建筑交给一家承包商时，会在价格之外考虑工程履历、品质、应急能力和沟通可靠性。北野建設的长期经营和专业施工经验，能够形成一定的信任基础；较高的协商委托订单比例，也与这种商业关系相容。

但信任并不等于所有成本都能转嫁。项目仍需竞争，劳务与材料价格可能在报价后变化，工期、质量和最终结算也会影响利润。公司没有披露足以证明全国市场支配力、客户长期留存率或全面自动调价能力的数据。因此，本次更适合把它看作有经营积累的承包商，而不是拥有强定价权的稀缺平台。[S01][S03]

行业制度正在强调合理劳务费与合理工期。国土交通省的相关规则有助于改善不合理压价，但也要求整个承包链保障工人待遇和施工时间。制度改善能否变成公司利润，要看实际合同与执行，不能只算提价的一面、忽略成本的一面。[S08]

耐久性的关键在于：公司能否长期挑到合适的项目，用人员和技术控制交付质量，并在成本变化时仍留下合理利润。第一季度毛利改善是积极证据，跨越完整施工周期后的现金回收才是更强的验证。竞争能力·利润兑现

06｜财务质量与现金流

6.1｜主营改善是真的，净利润增幅还包含其他帮助

指标	2026 财年全年	2027 财年第一季度	2027 财年公司全年预测
收入	787.91 亿	204.97 亿	860 亿
营业利润	46.40 亿	12.05 亿	50 亿
经常利润	50.06 亿	15.34 亿	53 亿
归母净利润	34.90 亿	10.82 亿	35 亿
每股收益	143.54 日元	44.50 日元	143.93 日元

2026 财年收入下降 2.5%，营业利润却增长 27.5%，说明业务组合与项目盈利有所改善。不过，46.40 亿营业利润仍略低于 2024 财年的 48.04 亿，尚不宜称为持续突破历史盈利能力。[S01][S02]

最新季度的改善更明确。完成工程收入从 178.31 亿升至 193.66 亿，对应工程毛利从 19.27 亿升至 24.33 亿，毛利率约由 10.81%提高至 12.56%。集团毛利增加约 5.43 亿，销售管理费用增加约 0.78 亿，解释了营业利润的大部分增长。建筑分部利润从约 6.25 亿增至 10.60 亿，是主要贡献；酒店利润 1.35 亿也增长，但规模小得多。[S03]

经常利润和净利润增长更快，还有营业之外的因素。汇兑项目从上年同期亏损 1.29 亿变为收益 0.77 亿，形成约 2.06 亿改善；收到的股息也增加。季度税负比例约 29.5%，低于上年同期约 37.7%。所以，营业利润增长 62.9%与净利润增长 125.2%，不能被当成同一种盈利增速。

上一年度的特殊收益与损失也应一起看：出售证券收益 4.20 亿、出售固定资产收益约 0.64 亿，同时有京桥再开发相关权利转换损失 4.43 亿等。只摘取处置收益，或者把全部净利润都说成一次性，也都不准确。按经常利润 50.06 亿、假设 30%税负粗略计算，税后约 35.04 亿，与当期净利润和新年度预测相近；这只是正常盈利的参考，不是新的盈利预测。[S01]

公司在 8 月维持全年预测，未把强劲第一季度上调为新的全年目标。工程结算存在季节和项目差异，不应把 44.50 日元季度 EPS 直接乘以四。盈利分层

6.2｜连续两年现金流出，六月回升尚不能宣布问题解决

2025、2026 财年的经营现金流分别为负 61.69 亿和负 41.64 亿。2026 财年应收款增加消耗约 62 亿现金，未完成工程及相关支出增加也占用资金，客户预付款减少进一步影响收支。同期购买有形固定资产支出 8.37 亿、无形资产 4.41 亿；以经营现金减去这两项现金投资计算，剩余为负 54.42 亿。[S01]

这不是说公司没有利润，也不是说现金流永远无法恢复。2023 财年经营现金流曾达到 165.20 亿，显示工程收付周期可以产生较大的资金释放。但截至 2026 年 3 月底，现金及现金等价物已从两年前的 258.68 亿降至 118.84 亿，连续消耗值得认真对待。

六月的余额变化更有解释力：

项目	三月底	六月底	变化
现金及存款	132.39 亿	179.41 亿	+47.02 亿
客户预付工程款	45.05 亿	106.20 亿	+61.15 亿
应收工程款等	207.04 亿	192.48 亿	-14.56 亿
应付工程款等	84.80 亿	69.61 亿	-15.19 亿

应收款下降是积极变化，预付款增加也改善当下资金周转。不过，预付款增量超过现金增量，意味着不能把这次现金回升全部归因于经营利润兑现。公司未编制第一季度现金流量表，上表只是资产负债表比较，不能替代实际现金流量表。[S03]现金机制

6.3｜财务缓冲较强，但资产用途必须分清

2026 年 3 月底借款及租赁债务明细余额为零，六月资产负债表也没有单列银行借款。六月末股东权益 531.08 亿，权益比率 61.8%，现金及存款 179.41 亿，确实构成较强缓冲。[S01][S03]

同时，六月末持有投资证券 149.92 亿、土地账面值 70.74 亿、退休福利相关资产 14.79 亿。这些资产的用途不同：证券有市场波动和业务关系约束，土地服务于施工、酒店等经营，退休福利资产并非可以自由分红的钱。财报也没有提供足以支持大额额外土地升值收益的估值依据。

六月净资产增加 15.32 亿，其中其他有价证券估值差额增加约 11.26 亿。账面资本变厚有一部分来自市场重估，而非本期经营现金。公司的 ROE 从 2024 财年 9.6%降至 2025 财年 7.5%、2026 财年 7.1%，提醒我们：资产增加以后，也需要更有效地赚钱。资产与回报

07｜股东、董事与治理

截至 2026 年 3 月底，北野財団持股 13.16%、北野美術館 8.23%、北野管財 7.96%、テル・コーポレーション 7.17%，前十大股东合计 60.20%。这些持股显示较强的稳定股东基础，但不能仅因名称或关系接近，就把几家机构的全部股份视为同一个法律上的一致行动持股。[S01]

年报另列 Old Peak Group 在 2025 年 12 月申报持有 5.04%的情况，同时明确公司无法确认其 2026 年 3 月底实际持股。因此，该申报不能直接取代三月底股东名册，也不宜推断它已形成某项确定的治理行动。

当前董事会六名成员中有两名外部董事；三人的提名薪酬委员会由外部董事占多数。这些安排提供监督渠道，但董事会仍以内任成员为主。管理层对长期社区关系、稳定经营与资本使用的选择，会直接影响普通股东的回报速度。

北野美术馆的安排尤其值得理解。2024 年的公告披露，公司代表北野貴裕也担任美术馆代表理事，并存在其他人员兼任；公司同时说明，该财团不属于公告所列的会计关联方。两点可以同时成立：会计分类不等于没有治理关系，披露和股东大会批准也不等于交易对普通股东没有经济影响。这里没有证据支持违法或不当行为指控，但有足够理由具体考察资本如何被使用。[S10]股东与治理

08｜资本政策

8.1｜分红有所提高，尚不是高比例资本返还

公司在 2025 年 10 月实施一拆四。2025 财年每股 110 日元分红，按现行股数口径相当于 27.5 日元；2026 财年实际分红 30 日元，增加约 9.1%，不是从 110 降到 30。2027 财年预测仍为 30 日元，对应预测派息率约 20.8%。[S02][S04]

公司也保留较多政策性持股。2026 年 3 月底，母公司非纯投资目的的上市等股票账面值 121.88 亿，非上市股票 9.33 亿。年度内减少了六只上市股票的持股数量，出售收入 5.61 亿。公司会逐项比较投资回报与资本成本、审查业务关系，但本次没有核实到一个有明确数值、期限并覆盖集团整体的资产释放承诺。[S01]

这意味着分红和部分减持是真实行动，却还不能据此假设大量资产即将返还股东。

8.2｜美术馆转股、注销和回购，必须分开计算

2024 年，公司为支持北野美术馆长期文化活动，决定以每股 1 日元转让 50 万股库存股，并配套安排最多 30 万股或 12 亿日元回购，以及注销 50 万股库存股。随后披露确认：注销于 2024 年 6 月 28 日实施，向美术馆转股于 7 月 12 日实施。[S10][S11]

到 2025 年 3 月 28 日，相关回购结束，实际只买入 15.68 万股、花费约 5.893 亿日元，不能把上限 30 万股当成实际完成数量。[S12]

这些数字均为 2025 年一拆四之前的股数。经济含义也不同：注销原本已由公司持有的库存股，不会立即减少外部流通在外股份；把库存股交给美术馆，则会增加外部股份；回购才会把股份收回。 只考虑上述三项行动，外部股份增加约 34.32 万股，尚未计入其他股份变动。公司为地域文化持续提供资金的理由可以理解，但不能把这套安排整体描述为单纯减少股数、提高普通股东权益比例。

2026 年 7 月，公司又向四名内部董事交付限制性股票 32,163 股，价格每股 998 日元，总额约 3,210 万日元，数量相当于六月末外部股份的约 0.132%。它规模较小，但计算最新股份时也应与六月底的数字区分。[S06]

上述回购是已经结束的历史安排，本报告不把它当作当前仍在进行的股价支持。资本使用的实际结果

09｜估值与安全边际

按 2026 年 10 月 19 日收盘价 1,120 日元计算：

指标	使用依据	结果
预测 PE	公司全年 EPS 预测 143.93 日元	7.78 倍
PBR	六月底每股净资产 2,183.66 日元	0.51 倍
预测股息率	每股 30 日元	2.68%
参考市值	六月底外部股份约 2,432.07 万股	约 272.39 亿日元

参考市值采用六月底股数，未将七月限制性股票交付等后续变化假定为已完整核实的十月股数。每股盈利预测仍使用公司公布的 143.93 日元，不自行替换分母制造精确的新预测。[S03][S06][S09]

估值并不昂贵。前述按经常利润和 30%假设税负计算的历史正常化每股盈利约 144 日元，与公司新年度预测接近，因此低 PE 并非完全依靠第一季度净利润翻倍才能成立。但这个判断依赖项目盈利能够保持，也依赖利润最终收回。

如果全年 EPS 比公司预测低 20%，约为 115.14 日元，当前价格对应约 9.73 倍 PE；若低 30%，约为 100.75 日元，对应约 11.12 倍。这些是盈利敏感性计算，不是盈利预测或股价目标。

0.51 倍 PBR 反映明显账面折价，却不是价格底线。较低 ROE、资金占用、政策持股和资本分配选择，都可能使折价长期存在。不能先用低 PBR 表达资产折价，再把全部现金、证券和土地叠加为额外免费资产；尤其客户预付款还对应工程履约义务。估值条件

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｜长期位置抬高，今年的高位却没有守住

从 1973 年上市后的完整年度价格记录看，北野建設并不是一只处在历史新高附近的股票。按数据源调整后的可比口径，1991 年最高约 5,613 日元；2006 年曾到 1,250 日元，2017 年曾到 1,312 日元，之后都出现明显回落。2026 年 2 月的 1,714 日元是本轮高点，不是上市以来最高点。[S09]

比较长时期价格时，还需注意 2018 年十股合一、2025 年一拆四的变化，不能把调整前后的报价直接拼接。[S04][S05]

近几年的改善是真实存在的。2020—2022 年价格大体围绕 500—670 日元活动，2023 年末收于 792，2024 年末 1,147，2025 年末 1,448，价格活动中心逐年上移。不过，2026 年 2 月冲到 1,714 后，三月收于 1,215，四月 1,152，五月 1,025，六月最低 925。高位向下回撤约 46.0%，已经超过普通的轻微整理。

因此，目前需要回答的不是"是不是长期上涨"，而是：这次回落能否守住一个比过去更高的区域，还是又一次冲高后重新回到旧区域？

10.2｜与前两次快速修复相比，这次恢复明显更慢

2024 年 8 月最低 790 日元，当月收盘已回到 948，几乎回到前月高位。2025 年 4 月最低 776，当月收盘 1,077，也很快收回前一轮下跌的大部分。这两次下探后，价格接受较高区域的速度较快。

2026 年的过程不同。从 1,714 跌到 925，回到下跌幅度的一半需要约 1,319.5 日元；但六月之后数月，七月最高只有 1,220，八月最高 1,216、收盘 1,193，九月收盘又降到 1,131。到目前为止，尚未重新站上约 1,320 的区域，说明大幅下跌后的恢复能力仍弱。

周线也呈现反复。六月低点后，七月 10 日当周一度冲到 1,220，随后七月 24 日当周收在 1,110；八月 21 日当周回到 1,200，却未突破七月高点。九月再逐渐回落，十月 9 日当周收在 1,051。短暂回升曾发生，但没有持续把交易位置向上推。

10.3｜两天反弹有改善，尚不足以改变结论

十月 15 日最低 1,035，16 日收盘 1,094，19 日收盘 1,120。若以七月 1,220 到十月 1,035 这一段约 15.2%的下跌衡量，中点为 1,127.5；19 日盘中最高 1,136 曾越过它，但收盘没有保住。

这说明最新反弹有力度，却还只是两天的修复。19 日成交 38,800 股，16 日 23,800 股；有些交易日仅几千股，例如九月 1 日 2,700 股，较薄的成交会放大价格变化，不能据此推断某类资金已经持续进入。

当前可以观察约 1,035—1,130 的返回区域。若反复跌回 1,035—1,080 以下，较高基础的稳定性会进一步受考验；向上则先看能否在 1,190—1,220 一带持续交易，再看约 1,320 能否真正收复。六月 925 只是已发生的低点，不是保证有效的底线。十月月线和本周都尚未结束，不能用一天突破替代更长时间的确认。

综合判断是：多年价格中心仍高于 2020—2022 年，但今年大幅冲高后的修复偏弱；目前更接近等待确认的反弹，而非已经恢复的强趋势。

10.4｜业绩与 AI 消息之后，价格留下了多少改善？

在独立观察价格后，再比较公告时点：5 月 12 日年度业绩发布当周，周收盘只上涨约 0.6%，随后仍继续下探六月低位；8 月 6 日强劲季度业绩发布当周上涨约 3.7%，但后续没有守住更高位置；8 月 25 日 AI 合作公布当周，收盘又低于前一周。[S02][S03][S07][S09]

这些时间关系不能证明某份公告导致涨跌，但至少说明：截至目前，较好的利润和技术合作消息，还没有转化为持续的价格结构改善。财务上等待现金兑现，价格上等待较高区域稳定，两者各有自己的证据，不应互相代替。完整价格判断

11｜风险与催化剂

最直接的风险是工程成本和回款。新订单增长时，公司可能同时需要更多人员、材料和资金；如果报价后成本上涨、客户延期或结算不顺，账面利润可能先出现，现金却更晚回来。工程总成本估计也是年度审计重点，说明这一判断对报表有实质影响。[S01]

第二个风险是资产回报。证券重估能够推高净资产，却不自动提高主营收益；酒店、土地和开发项目需要经营资金。若资产继续扩大而 ROE 与分红比例没有相应改善，低 PBR 可能一直维持。

第三个风险是把新技术和行业政策看得过早。AI 试验与合理劳务费规则都可能改善经营条件，但试验还没有公布可量化效果，规则也不会消除人工和材料成本压力。[S07][S08]

可能改变判断的积极因素同样具体：半年财报显示收款与利润同步改善；新增工程在交付中保持合理毛利；政策持股实际减持并明确资金用途；AI 试验公布可重复的工时或错误率改善。单独多接一个大项目，或短期股价反弹，还不足以确认这些变化。适应与兑现

12｜进一步发现：利润、现金和净资产，为什么会一起增加却含义不同？

这次最容易被忽略的，是三个好看的数字背后有三种不同的原因。主营利润改善主要来自工程毛利；现金余额增加主要伴随客户预付款；净资产增加则有较大一部分来自证券估值差额。

它们都是真实报表事实，但对股东的意义不同。工程毛利需要经过最终成本和结算检验，预付款需要用来履约，证券估值还可能随市场变化。只有把各自的后续条件串起来，才能判断有多少能成为持续可分配的现金。[S01][S03]

同样的区分也适用于资本政策。注销库存股的公告看起来减少了发行股数，但如果同时把另一部分库存股以优惠条件交给一个长期持有机构，外部股份与分红归属可能向另一方向变化。历史上美术馆安排的意义，就不能只看“回购、注销”四个字，而要同时看转股数量、实际回购数量和已经完成的日期。[S10]—[S12]

这使北野建設的投资判断比“工程公司便宜、账上钱多”更具体：业务能力与财务缓冲值得肯定，而普通股东最终获得多少回报，还要经过回款和资本配置这两道检验。现金机制·资本使用

13｜下一次值得跟踪什么

观察项目	更有利的证据	需要降低预期的情况
工程盈利	新增订单在施工中继续保持合理毛利	成本估计上调、项目利润回吐
回款与现金	经营现金流改善、应收款回收，且不只靠新增预付款	预付款被消耗、应收款再次增加，现金持续减少
订单质量	未完成订单保持，完成进度和回款同步	订单数字很大，实际开工、结算或收款推迟
资本使用	政策持股减持后明确再投资回报或股东返还	资产继续增加，ROE 与返还比例长期偏低
AI 应用	试验披露可复用的效率和质量改善	只有合作新闻，没有可衡量的经营效果
价格结构	先稳定在 1,190—1,220，再持续收复约 1,320	反复失守 1,035—1,080，向六月低位返回

目前项目级利润、合同调价比例和未来回款时间没有充分公开信息。下一次半年现金流量表、工程盈利变化和实际资本安排，比继续围绕单季净利润做外推更可能改变结论。后续证据

14｜Kabugami Score 评分卡

Score Version：V3.2｜Kabugami Score：56.15／100｜Rating：B

Action：关注，等待订单兑现为现金和股东回报；低估值有条件，短期反弹尚未确认价格结构修复。

下表贡献分已经计入权重，合计即为 56.15 分。

模块	权重	贡献分	判断依据
财务韧性与下行防御	13%	9.75	权益资本和现金缓冲较厚，年末借款及租赁债务明细余额为零；部分现金对应未来工程义务。
竞争优势与结构耐久性	14%	7.00	工程经验和客户信任有价值，但竞争、共享技术与成本约束限制强定价权判断。

盈利质量、现金转化与资本效率	17%	9.35	主营毛利改善明确，连续两年现金流出、项目估计和约 7.1% ROE 仍需后续验证。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11%	6.05	核心业务清楚、客户随项目轮换，但依赖民间工程、施工人员与项目收付安排。
估值与安全边际	15%	10.50	约 7.78 倍预测 PE、0.51 倍 PBR 有吸引力；资产折价能否兑现仍取决于盈利与资本使用。
资本配置与股东回报	10%	4.50	分红提高，但返还比例较低，政策持股与美术馆支持显示资金用途不只面向普通股东回报。
治理、所有权与管理层	7%	3.15	有外部董事与委员会监督，稳定大股东及人员兼任仍要求关注少数股东利益。
Kabugami 技术结构	13%	5.85	多年价格中心抬升，但今年大幅下跌后恢复较慢，最新反弹尚未完成关键区域修复。
合计	100%	56.15	B

研究信心为中等。分数反映目前证据下的综合判断，不代表上涨概率；以后若利润兑现、资本返还或价格结构发生实质变化，应重新依据当时资料评估。

15｜来源与合规说明

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。

财务和治理主要依据公司原始披露，行业规则依据主管部门，AI 试验另以合作方公告核对。股价使用截至 2026 年 10 月 19 日的实际历史行情。未公开的项目利润、未来回款与试验成果，不以推测填成确定事实。

- S01｜2026 财年有价证券报告书 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/第81期-有価証券報告書.pdf)
- S02｜2026 财年年度业绩 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/05/令和８年３月期-決算短信〔日本基準〕（連結）.pdf)
- S03｜2027 财年第一季度业绩 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/08/令和９年３月期-第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結）-1.pdf)

- S04｜2025 年一拆四公告 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2025/08/IR2025080702-1.pdf)
- S05｜2018 年十股合一公告 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2025/06/20180514_单元株式数の変更、株式併合及び定款の一部変更に関するお知らせ.pdf)
- S06｜2026 年 7 月限制性股票交付完成 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/07/IR20260723-1.pdf)
- S07｜富士通、东急建设与北野建設的 AI 试验公告 (https://global.fujitsu/ja-JP/pr/news/2026/08/25-01)
- S08｜国土交通省劳务费标准 (https://roumuhi.mlit.go.jp/)与合理工期标准 (https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/const/totikensangyo_const_tk1_000190.html)
- S09｜日线 (https://s.kabutan.jp/stocks/1866/historical_prices/daily/)、周线 (https://s.kabutan.jp/stocks/1866/historical_prices/weekly/)、月线 (https://s.kabutan.jp/stocks/1866/historical_prices/monthly/)、完整年度历史 (https://s.kabutan.jp/stocks/1866/historical_prices/yearly/)及较早年份 (https://s.kabutan.jp/stocks/1866/historical_prices/yearly/?page=2)
- S10｜2024 年美术馆支持方案与股东大会议案 (https://p.sokai.jp/archive/1866/2024/election/agenda3.html)；原始公告见公司适时披露索引 2024 年 5 月 14 日条目 (https://www.kitano.co.jp/ir/library/timely-disclosure/)
- S11｜2024 年 9 月半年度报告中的实际转股与注销 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2025/06/20240930_半期報告書.pdf)
- S12｜2025 年 3 月回购结束与实际数量 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2025/06/20250328_自己株式の取得状況及び取得終了に関するお知らせ.pdf)
- S13｜公司最新 IR 披露索引 (https://www.kitano.co.jp/ir/)

本报告用于研究与信息整理，不构成针对个人财务状况的投资建议、投资招揽或收益保证。工程估计、未来收款、证券价格与交易流动性均可能变化。

研究发现与证据索引

公司本质｜工程执行与收款决定经济结果。
建筑贡献约 95%收入，酒店等为补充；工程进度收入与现金收付并不同步。
证据：年度申报 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/第 81 期-有価証券報告書.pdf)。回到正文：商业模式。

订单含义｜季度大增主要修复上一年缺口。
六月末未完成订单 912.66 亿仍略低于上年同期 918.45 亿；协商委托比例不等于盈利比例，母公司订单也不同于合并收入。
证据：季度订单表 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/08/令和９年３月期-第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結）-1.pdf)。回到正文：订单与客户。

能力边界｜施工经验有价值，AI 仍在试验。
共同研发和客户关系支持经营，但没有强垄断证据；富士通负责 AI 开发，北野提供现场数据与评价，尚无量化利润贡献。

证据：合作方公告 (https://global.fujitsu/ja-JP/pr/news/2026/08/25-01)。回到正文：产业关系、护城河。

现金机制｜客户预付款改善资金，却对应未来履约。
两年经营现金流出；六月现金增加 47.02 亿，同时预付款增加 61.15 亿。季度未编制现金流量表，不能将余额变化直接写成经营现金净流入。
证据：季度资产负债表 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/08/令和９年３月期-第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結）-1.pdf)。回到正文：现金流、进一步发现。

盈利分层｜工程毛利改善与汇兑、税负帮助同时存在。
工程毛利率约由 10.81%升至 12.56%；净利润增速还包含营业外与税负变化，不应将季度 EPS 乘以四。
证据：季度损益 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/08/令和９年３月期-第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結）-1.pdf)。回到正文：盈利质量。

资产保护｜权益厚度与可自由分配现金不同。
无年末借款及租赁明细余额提供韧性，证券、土地、养老金及客户预付款的用途则各不相同；净资产增长部分来自证券估值。
证据：资产与债务明细 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/第 81 期-有価証券報告書.pdf)。回到正文：财务缓冲、估值。

资本使用｜库存股注销不自动抵消优惠转股。
美术馆实际收到 50 万股，配套回购实际 15.68 万股；注销原有库存股不会当场减少外部股份。公益目的与普通股东经济影响需要分别判断。
证据：执行披露 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2025/06/20240930_半期報告書.pdf)、回购实际结果 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2025/06/20250328_自己株式の取得状況及び取得終了に関するお知らせ.pdf)。回到正文：资本政策。

估值条件｜低倍数仍依赖盈利兑现与资本效率。
1,120 日元对应公司预测 PE7.78 倍、PBR 约 0.51 倍；客户资金和经营资产不能重复当作免费资产，折价不是价格底线。
证据：每股数据与预测 (https://www.kitano.co.jp/wp-content/uploads/2026/08/令和９年３月期-第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結）-1.pdf)。回到正文：估值、评分。

治理关系｜法律分类、人员关系与经济利益需要分开。
董事会六人中两名外部董事，稳定大股东集中；美术馆存在人员兼任但公司未将其列作会计关联方，不能据此推断没有治理关联，也不据此指控违法。
证据：原始公告索引 (https://www.kitano.co.jp/ir/library/timely-disclosure/)。回到正文：治理分析。

后续验证｜利润、现金与资本使用应一起改善。
项目级利润与收款节奏尚不充分，半年财报、实际资产处置和 AI 试验结果将提供更直接证据。
证据：最新披露 (https://www.kitano.co.jp/ir/)。回到正文：风险与催化剂、后续观察。

价格结构｜长期中心抬升，今年修复明显慢于前两次。
完整历史最高点为 1991 年调整后约 5,613；2026 年 1,714 至 925 下跌约 46%，数月未恢复一半，最新两日反弹也未在收盘守住较小跌幅中点。十月未完成，事件不能替代价格确认。
证据：长期历史 (https://s.kabutan.jp/stocks/1866/historical_prices/yearly/?page=2)、月线 (https://s.kabutan.jp/stocks/1866/historical_prices/monthly/)、周线 (https://s.kabutan.jp/stocks/1866/historical_prices/weekly/)。回到正文：技术结构。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 5293 --

<!-- KBG_OWNER_CHART_OWNER_EXPLICIT: 5293|1866 --

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。