

3353 株式会社メディカル光グループ

Kabugami V3.2 55.55/100 ・ B

这家公司是做什么的

株式会社メディカル光グループ主营区域药局业务，同时经营护理、医药批发和房地产等业务。

最近亮点

截至2026年8月的半年归母净利润同比增长27.5%，但药局利润下降7.2%，ROIC降至2.6%；10月1日药局增至102家，新增门店尚未进入半年经营结果。

资料截止 2026-10-18 · 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	2026-10-18
研究规则版本 SHA	f7d3a5bb49b19c3e3809d425d4cc79b838f3c3a1
评分版本	V3.2
发布源 SHA	8b8c7938db04f12eec3efad6dc27c0dfd67e44e4
交付代码版本 SHA	8b8c7938db04f12eec3efad6dc27c0dfd67e44e4
交付运行时指纹	995f6fc086ba38deb691e66e346990cdeb742eade555d9c5fd10d8e5c55989ff
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	32eb8a9c-194f-597b-8920-fba01df1c9a9
Canonical 快照 ID	5e0e2c87-a308-5bdc-8644-664c1aa60707
Canonical 研究日期	2026-10-18
Canonical 修订号	3
Canonical 股票代码	3353

先看研究要点

为什么值得研究	公司已把截至 2026 年 2 月至 2028 年 2 月各年度的目标派息率提高至 35%以上，截至 2026 年 2 月年度已兑现 120 日元股息；流通比例升至 28.4%并满足全部上市维持标准，净债务目前约 21.99 亿日元，短期财务防御尚可。
最需要担心什么	稳定医疗需求可能继续伴随低资本回报：药局利润下降、并购经济不透明、现金质量存在未桥接差异，且集中控制下的资本配置和独立监督效果尚未验证。
Kabugami 现在怎么看	Kabugami Score V3.2 为 55.55，评级 B，行动为观察。低估值和 120 日元股息提供持有理由，但药局单位经济、并购税后回报、持续归母现金和治理执行尚未验证，技术结构也未建立新的更高状态；现阶段不主动追价，已有持仓以 ROIC、现金覆盖、并购复盘和价格结构后续确认为继续持有条件。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 稳定医疗需求能否真正变成每股价值

メディカルー光グループ的投资问题，不是医疗需求是否存在，而是区域药局、护理和医药批发形成的稳定需求，能否转化为更高的单位利润、归属于普通股东的持续现金，以及高于资金成本的回报。公共定价、人力成本、并购资金占用、子公司少数权益和集中控制共同限制这种转化。当前结论是：业务不易突然失速，但尚未证明规模扩张已经形成高质量复利。

相关研究发现：F013·F033·F038

01.2 | 净利、现金和资本回报没有讲同一个故事

截至 2026 年 8 月的半年，归母净利润增长 27.5%，明显快于营业利润增长 10.4%，但药局利润下降 7.2%。证券及固定资产出售、补助和投资收益增强了净利；经营现金流也受到应收减少、应付增加和较低税款支付支持。与此同时，半年年化 ROE 约 10.7%，ROIC 却由上年同期约 3.1% 降至 2.6%。利润、现金与资本回报指向不同，因而不能用增长最快的指标代表整体经营质量。

相关研究发现：F001·F024·F025·F042

01.3 | 已兑现的改善值得承认，但还不足以追价

提高派息率、兑现 120 日元股息以及流通比例达标，已经改善股东回报起点，但并未证明并购回报或主业资本效率。价格同样没有给出更强确认：2025 年的增派政策早于当年 7 月价格脉冲，2026 年 10 月半年业绩公布后，股价仍停留在约 2800 日元附近。再加上母公司持股集中、战略股东目标未必等同于少数股东估值修复，当前更合适的行动仍是观察，不主动追价；已有持仓应以 ROIC、现金覆盖、并购复盘、治理执行和价格结构的后续确认为继续持有条件。

相关研究发现：F022·F032·F035

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 区域医疗网络提供需求耐久性，也限制定价自由

集团以区域药局为主要经营基础，同时开展护理、医药批发和房地产等业务。药局收入主要来自药剂费和调剂技术服务费，护理依靠入住与持续服务收入，批发则扩大区域药品供应能力。需求与医疗、养老服务紧密相关，波动通常小于一般可选消费，但价格受到公共报酬制度约束，药剂师和护理人员成本也不容易同步转嫁。

相关研究发现：F033·F038

02.2 | 合并增长必须经过归属边界才能到达普通股东

合并规模并不全部属于上市公司普通股东。截至 2026 年 8 月底，归母权益约 160.12 亿日元，低于全部净资产约 166.93 亿日元；部分护理主体仅持有 75%，Healthy Pharmacy 持有 50%。护理入住率和新设施可以改善固定成本吸收，但人力成本、较低利润率及少数股东权益会削弱其向归母利润和现金的传导。因此，护理业务必须按归母经济利益衡量，不能把合并收入和利润全额视作普通股东所得。

相关研究发现：F008·F041

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 102 家药局扩大了网络，却尚未证明单位经济改善

药局数量从 2026 年 8 月底的 97 家增至 10 月 1 日的 102 家，但新增五家发生在半年报期末之后，不能倒填截至 8 月的收入和利润。三重县两店的承继方式还从原拟业务受让改为吸收分割，京都三店则通过收购全部股份完成。店数说明覆盖面扩大，却没有回答新增门店是否提高同店利润和资本回报。

相关研究发现：F003·F039

03.2 | 交易带来的不只是收入，还有资金占用和整合责任

收购边界尤其需要谨慎。日新药品目标业务前期收入 8.75 亿日元、经常亏损 200 万日元，卖方全公司 4200 万日元营业利润不属于目标业务，不能拿来推算收购收益。该交易还带入应收、库存及合同权利义务；三重和京都交易也没有披露足够的价款、承接负债和独立盈利数据。规模增长只有在完整投入、营运资金和整合后回报处于同一计算边界时，才能被判断为创造价值。

相关研究发现：F004·F040

03.3 | 药剂收入上升不能替代技术服务附加值

半年药剂费增加，但调剂技术服务费下降，药局总处方数及同店处方数也同比减少。这意味着客单价或药剂金额上升，不等于服务附加值增强。2026 年度报酬调整强调地区供药能力和医疗贡献，但 102 家药局逐店资格、处方组合和技术费恢复程度没有披露，不能把行业加算机械套用到全部门店。后续需要同口径同店处方、技术服务收入和单位人力成本，才能判断网络扩张是否改善利润。

相关研究发现：F018·F020·F039

04 | 竞争格局与产业关系

公司竞争位置更多来自地方药局和护理网络、经营许可、专业人员配置及长期服务关系，而不是专利技术或强定价权。Aeon 是其他关联公司，并非集团母公司。既有资本联盟允许其按请求提供经营指导、在增资时选择维持至少 25% 的持股，并派出非常勤监事；这些条款说明战略关系存在，但不保证采购量、经营保底、未来收购、TOB 或控制权溢价。投资判断不能把联盟本身计入确定的少数股东收益。

相关研究发现：F016·F031

05 | 护城河判断

公司的防御力来自受监管医疗需求、地方服务网络、经营许可和专业人员配置，这些条件能够降低新进入者迅速复制网络的可能，也使现有业务不易突然失去需求。但现有证据不足以证明强切换成本或持续定价权：药局利润下降、技术服务费减少，公共定价又限制成本转嫁。当前更准确的判断是“具有一定耐久基础，但尚未形成可验证的高回报护城河”。真正的强化信号应是同店服务附加值、人员效率、客户留存和 ROIC 共同改善，而不只是继续增加店数。

相关研究发现：F038

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 归母净利增长很快，但重复性弱于表面数字

半年收入 282.56 亿日元、营业利润 8.21 亿日元、归母净利润 8.50 亿日元，分别同比增长 4.9%、10.4% 和 27.5%。归母净利增幅较高，主要还受到证券出售收益 3.71 亿日元、固定资产出售收益 1.30 亿日元、补助 1.84 亿日元和投资事业收益 0.89 亿日元影响。综合收益反而由上年同期约 7.03

亿日元降至 5.84 亿日元。药局减益与集团净利增长同时成立，因此正常化盈利应以主业利润、税后非经常项目和权益归属分开判断。

相关研究发现：F001·F024·F042

06.2 | 现金明显改善，但一部分来自营运资金和税款时点

半年经营现金流为 24.41 亿日元，扣除有形和无形资产购建后为 22.86 亿日元，显著高于截至 2026 年 2 月年度同定义的 6.56 亿日元。不过，应收减少 5.29 亿日元、应付增加 4.50 亿日元，税款支付也低于上年同期。这些因素是真实现金贡献，却可能随结算和营运资金反转，不能把单个半年数字年化为稳定自由现金，也不能据此断言并购已经产生持续高回报。

相关研究发现：F002·F025

06.3 | 约 6.62 亿日元应收差异尚缺完整桥接

现金质量还存在一个尚未闭合的口径差异：应收票据及账款期末余额较 2 月底增加约 1.33 亿日元，而现金流表报告应收减少约 5.29 亿日元，两者方向差异约 6.62 亿日元。收购带入应收、重分类或其他非现金项目可能解释一部分，但公开资料没有逐项桥接。现阶段既不能指控报表错误，也不能把现金流调整全部解释成有机回款；该差异限制了对半年现金可重复性的判断。

相关研究发现：F006·F027·F040

06.4 | ROE 上升没有消除 ROIC 下降的问题

半年年化 ROE 约 10.7%，高于上年同期 9.3%，但 ROIC 由约 3.1% 降至 2.6%。资产出售及其他非营业项目可以抬高归母回报，却不能替代经营投入资本效率。药局需要以同店利润验证 102 店网络，护理则需要按归母利润和现金验证入住改善。ROIC 分母及资本成本尚未充分披露，因此不能断言已经低于精确的资金成本，但当前水平显然不足以证明收购扩张形成高质量复利。

相关研究发现：F005·F039·F041

06.5 | 净债务可控，但不能把合并现金全部视为自由现金

截至 8 月底，明确借款及债券约 93.21 亿日元，减现金等价物约 71.21 亿日元后，净债务约 21.99 亿日元；此外还有租赁和退休义务。资产负债表具备一定防御力，但合并现金不等于母公司可自由支配现金，少数权益、实体间上划和其他限制尚未完全披露。短期破坏性融资风险不高，不过并购、偿债、维持投入和分红仍会竞争同一归母现金来源。

相关研究发现：F008·F009

06.6 | 权利金损失与退款不能重复扣减

权利金损失 2.65 亿日元是损益项目，并在经营现金流中加回；另有 2.65 亿日元退款列入投资现金流。两项金额相同但方向和分类不同，不能重复视为当期现金流出。未来是否仍有税务或合同影响，公开资料尚未说明。

相关研究发现：F007

07 | 股东、董事与治理

07.1 | 外部董事占半数，监督效果仍要看并购和资金决策

2026 年 5 月 20 日正式通过的新董事会由 8 名董事组成，其中 4 名为外部董事；这一状态取代此前年报中的旧董事会或待表决口径。CEO 南野利久同时持股 18.87%。外部董事占半数提供了形式上的制衡，但人数本身不能证明并购估值、项目复盘和资金排序受到有效约束。集中控制可以加快决策，也可能同样快速放大低回报收购，实际独立性和监督效果仍需由行为验证。

相关研究发现：F014·F030

07.2 | 控制集中与流通改善可以同时发生

截至 2026 年 8 月 31 日，Aeon 持股 27.08%、南野利久 18.87%、House Foods 9.56%，前十大股东合计 72.08%。这项母公司持股集中事实，与子公司的少数股东权益不同，也与 2026 年 2 月底 28.4%的交易所流通比例不同。法人股东分卖使流通比例从此前不达标改善至满足全部上市维持标准，但旧股转让没有给公司带来融资现金。

相关研究发现：F010·F015·F043

07.3 | 战略股东的目标不必然等同于少数股东重估

Aeon 的联盟权利和战略持股不应被解释为未来收购承诺或少数股东溢价。战略股东可能重视供应关系、经营协同或长期控制稳定，这些目标未必自动推动上市公司估值回升。治理判断因此保持中性：决策稳定性是优点，但外部董事的实际审议效果、CEO 接班安排、主要股东之间的协商关系及未来持股行动仍未知。

相关研究发现：F016·F031·F035

08 | 资本政策

08.1 | 120 日元股息已经兑现，长期持续性仍取决于归母现金

公司把截至 2026 年 2 月、2027 年 2 月和 2028 年 2 月各年度的目标派息率由 20%提高至 35%以上，截至 2026 年 2 月年度已派 120 日元，截至 2027 年 2 月年度也预测 120 日元。这是已经兑现的股东回报改善。不过，控股母公司单体利润明显低于合并归母利润，分配仍依赖子公司资金上划、业务资金需要和偿债安排；2029 年 2 月年度以后政策也尚未确定。

相关研究发现：F012·F032·F043

08.2 | 没有完整交易投入，就无法证明并购创造价值

资本配置的薄弱处是收购回报透明度。三重、京都及批发交易缺少足以统一计算的实际价款、承接净债务、商誉和税后投资回报；日新目标业务前期还处于经常亏损。只有把完整交易投入、整合后的单位利

润、营运资金和投入资本放在同一边界内，才能判断扩张是否创造股东价值。现有 ROIC 下降，使这一验证更加必要。

相关研究发现：F004·F005·F019·F026·F040

08.3 | 并购、降债和分红正在竞争同一现金来源

公司需要在持续收购、净债务下降、维持性投入和 120 日元股息之间分配有限的归母现金。集中控制有利于快速执行，但资本配置质量必须由项目回报和独立监督共同验证。下一期经营现金和资本回报能否同时覆盖并购、偿债及分红，是判断当前政策可信度的关键。

相关研究发现：F017·F021·F030·F036

08.4 | 流通改善、库存股注销与现金回购不是同一件事

流通比例达标改善了上市维持和交易基础，但法人股东分卖是旧股转让，不是公司募资；注销既有库存股也不等于新的现金回购，不能再次减少已经扣除库存股后的 EPS 分母。资本政策的评价应落在真实现金流、实际股数变化和投资回报上，而不是公告名称。

相关研究发现：F010·F014

09 | 估值与安全边际

09.1 | 约 8 倍 PE 和 0.66 倍 PB 建立了低预期起点

按 2026 年 10 月 16 日收盘价 2798 日元，以及已发行股份扣除库存股后的 3,765,635 股计算，市值约 105.36 亿日元。这里的 3,765,635 股是估值和每股计算所用股数，并非交易所定义的流通股；后者比例为 28.4%。以现有口径计算，历史 PE 约 8.26 倍、截至 2027 年 2 月年度公司预测对应 PE 约 8.10 倍、PB 约 0.658 倍、预测股息率约 4.29%。低倍数提供研究价值，但预测 EPS 不是保证。

相关研究发现：F008·F011

09.2 | 真正决定重估的是资本回报，而不是低倍数本身

折价能否收窄，关键不在 ROE 或归母净利单独上升，而在药局单位经济、持续现金和 ROIC 是否共同改善。当前净利含较多证券、固定资产和补助贡献，半年现金又受到营运资金支持，ROIC 则下降至 2.6%。如果这些分化没有收敛，约 8 倍 PE 和低 PB 可能只是对低资本效率和盈利质量不确定性的合理补偿。

相关研究发现：F005·F028·F042

09.3 | 资产缓冲存在，却不是可以无条件加回的现金

账面权益和出租物业提供一定资产缓冲。出租物业账面价值约 27.65 亿日元，公司估计公允价值约 34.75 亿日元，税前估值差约 7.10 亿日元。但该资产已经计入合并资产，不能把全部公允价值再次加到估值；变现还受税费、处置条件和权益归属影响。再考虑约 21.99 亿日元净债务、租赁及退休义务，资产支持不能被解释为刚性价格底。

相关研究发现：F009·F029·F044

09.4 | 战略联盟不能被提前折算为控制权溢价

估值中也不应预先计入 Aeon 控制权溢价。现有联盟说明战略联系，却没有保证 TOB、增持、退出或收购溢价。基础情形应仍以正常化盈利、归母现金、资本回报和可实现资产净值为依据，而不是把未来资本行动当作已确定价值。

相关研究发现：F016·F031

10 | Kabugami 技术结构

10.1 | 两次高位脉冲都没有留下稳定的更高价格区域

2004 年以来的调整后价格显示，公司曾从约 500—1500 日元区域上移，2018 年 1 月触及 9900 日元后快速回落；此后长期未能恢复旧高。2024 年低点为 1900 日元，2025 年 7 月又一度触及 4410 日元，但当月收于 3100 日元，10 月已回到 2653 日元。当前价格高于 2024 年的低位区域，却仍带有多次冲高后未能维持的历史记忆。2021 年一拆二已经过口径核对，拆股没有被误读为价格暴跌。

相关研究发现：F037

10.2 | 低位有所抬高，但春夏回撤的半程尚未收复

2026 年 2 月月收 3050 日元，6 月最低 2660 日元；这段跌幅的半程为 2855 日元。7 月至 9 月完成月收分别为 2841、2814 和 2805 日元，均未持续恢复 2855 日元。8 月盘中触及 2900 日元也不能替代完成月收确认。价格从 2024 低位抬升是真实变化，但 3000—3110 日元区域的停留并不稳定，因此旧弱勢有所减轻，不等于新的上行状态已经建立。

相关研究发现：F037

10.3 | 2800 日元附近的收窄只能说明波动变小

近月价格主要在约 2780—2850 日元反复运行：2026 年 8 月月内区间为 2805—2900 日元，9 月收窄至 2781—2834 日元，10 月截至 16 日为 2788—2838 日元。波动收窄本身不代表向上蓄势，尤其该股成交较少，稀薄交易也会制造表面平静。2025 年 11 月 2590 日元后曾回到 2930 日元，2026 年 6 月 2660 日元后也回升至约 2800 日元，但随后恢复力度逐渐减弱，显示返回能力仍在，向更高区域扩张的能力不足。

相关研究发现：F037

10.4 | 确认条件是更高区域经受回抽，失效条件是重新退出较高低位平台

当前纯价格状态可概括为：长期失败上冲记忆仍强，2025 年以来低位区域有所抬高，近期在 2800 日元附近收窄偏弱；既没有确认新的上行区域，也没有持续跌破 2660 日元。后续若完成月收持续越过 2855 日元，并在 3000—3110 日元以上经受回抽后保留高度，技术判断才会改善。相反，持续跌破 2660 日元并退出 2590—2700 日元区域，或再次冲入 3000—3110 日元后迅速回到 2800 日元以下，都会削弱当前较高低位平台的解释。

相关研究发现：F037

10.5 | 分红与业绩改善尚未转化为持续的价格上移

基本面事件后的价格响应也没有改变上述判断。35%以上目标派息率和 120 日元股息在 2025 年 4 月已经公布，早于 7 月价格脉冲，因此不能把该次冲高单独归因于增派。2026 年 10 月 9 日公布半年业绩后，股价在 13 日至 16 日依次收于 2814、2805、2795 和 2798 日元，相对公告日 2805 日元没有形成持续上移。成交很少、观察期也短，不能据此断言市场否定全部增长；能够确认的只是，分红改善和净利增长尚未留下稳定的更高价格区域。

相关研究发现：F022·F034

11 | 风险与催化剂

11.1 | 最大的风险是稳定业务长期维持低回报

核心下行风险不是医疗需求突然消失，而是需求稳定却长期无法产生足够回报：药局继续减益，公共定价不足以覆盖人力成本，ROIC 继续下降，营运资金反转又消耗现金。此时低 PE、低 PB、物业估值差和高股息都可能只是补偿，而不是保护。净债务目前可控，但若并购、偿债和分红同时争夺现金，资产负债表缓冲也会减弱。

相关研究发现：F009·F013·F029·F044

11.2 | 快速执行既可能提高效率，也可能放大低回报配置

集中控制使并购和资金配置可以迅速执行，也提高了监督不足时放大错误的风险。四名外部董事能否实质审查交易估值、项目复盘和资金排序，尚未通过结果验证；接班安排和大股东未来行动也不明确。战略股东稳定并不保证少数股东获得估值修复。

相关研究发现：F014·F017·F035·F043

11.3 | Aeon 关系是可能性，不是已确认催化剂

Aeon 的持股及联盟关系可能带来经营协作，但现有条款不保证采购保底、TOB 或控制权溢价。把潜在资本行动当作催化剂，只能停留在条件性观察，不能进入基础估值。

相关研究发现：F016

11.4 | 真正有效的催化剂必须改变利润、现金或价格状态

可验证的催化剂首先来自经营兑现：新增五家药局实现可见的同店利润和现金回报，技术服务费恢复，ROIC 停止下降，应收差异得到桥接，持续经营现金覆盖 120 日元股息及偿债。其次是资本配置透明度提高，包括披露并购投入和税后回报。价格层面则需完成月收越过 2855 日元，并在 3000—3110 日元以上经受回抽后保持。

相关研究发现：F003·F017

12 | 反常识发现

12.1 | 利润和现金都改善，不代表资本回报已经改善

这家公司最容易被误读的地方，是把净利、现金和资本回报中的任意一个好数字当成整体改善。半年归母净利增长 27.5%，经营现金流也很强，但前者含证券出售、固定资产出售、补助和投资收益，后者含营运资金与税款时点；与此同时，药局利润下降、ROIC 降至 2.6%。更有信息量的结论不是“业绩好”或“业绩差”，而是当前改善发生在不同账目层，尚未汇合成可重复的主业回报。

相关研究发现：F042

12.2 | 流通比例达标，没有改变控制权高度集中的事实

另一个容易混淆的事实是，流通改善与控制集中并不矛盾。公司 28.4% 的交易所流通比例已经达标，但前十大股东仍持有 72.08%，前三大股东中的 Aeon、南野利久和 House Foods 合计持股 55.51%。交易流动性可以改善，控制权却仍高度集中；前者解决上市维持问题，后者继续决定治理和资本配置风险。

相关研究发现：F015·F043

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 先验证 102 家药局的同店经济

下一次最值得取得的是同口径的同店处方量、技术服务收入、单位人力成本，以及 102 家药局逐店报酬资格和处方组合。这组证据能够区分网络扩张究竟改善服务附加值，还是只增加药剂金额、人员和店铺成本。

相关研究发现：F018·F020·F039

13.2 | 用完整交易投入复盘并购回报

各项并购仍需要实际价款、承接净债务、商誉、取得资产与营运资金，以及整合后的税后回报。缺少这些输入，无法把收入增加与股东价值增加画上等号，也无法判断低 ROIC 是整合初期现象还是长期回报不足。

相关研究发现：F019·F040

13.3 | 补齐约 6.62 亿日元应收差异的对账

应收余额增加约 1.33 亿日元，而现金流表显示应收释放约 5.29 亿日元，两者约 6.62 亿日元的方向差异，需要收购转入、重分类和其他非现金项目的逐项桥接。该桥接将直接改变对半年现金回收质量和可重复性的判断。

相关研究发现：F006·F027

13.4 | 检验现金能否同时覆盖扩张、偿债和分红

下一期应重点观察经营现金、ROIC、净债务和股息覆盖能否同时改善。如果现金在营运资金及税款正常化后仍足以承担并购、偿债和 120 日元分红，当前修复命题会增强；若 ROIC 继续下降、现金被扩张吸收或股息依赖资产处置，命题将明显削弱。上述问题目前主要依赖未来经营披露或未公开交易明细，现有公开资料不足以代替答案。

相关研究发现：F021·F045

14 | Kabugami 评分卡

14.1 | V3.2 评分结果：55.55 / B

V3.2 总分为 55.55，评级 B。八个模块按既定权重形成如下贡献：财务韧性与下行防御 8.45/13；竞争优势与结构耐久性 7.70/14；盈利质量、现金转化与资本效率 6.80/17；商业结构、产品、客户与关键依赖 6.60/11；估值与安全边际 10.50/15；资本配置与股东回报 5.50/10；治理、所有权与管理层 3.50/7；Kabugami 技术结构 6.50/13。合计 55.55。

相关研究发现：F001·F005·F009

14.2 | 为什么停留在 B 评级

评分所表达的是一个有防御基础、估值较低，但经营回报和价格确认仍不足的状态。医疗需求及区域网络支撑商业结构，净债务目前可控，约 8.1 倍预测 PE、0.658 倍 PB 和 4.29%预测股息率提供有条件的补偿；相对地，药局减益、利润与现金来源分化、ROIC 下降、并购回报不透明、治理实效未知，以及技术状态尚未建立更高稳定区域，共同限制了评级。

相关研究发现：F037·F038·F044

14.3 | 对应行动仍是观察，不主动追价

行动保持不变：观察。低估值和 120 日元股息提供持有理由，但药局单位经济、并购税后回报、持续归母现金和治理执行尚未验证，技术结构也未建立新的更高状态。现阶段不主动追价；已有持仓以 ROIC、现金覆盖、并购复盘和价格结构后续确认为继续持有条件。

相关研究发现：F013·F014·F017

14.4 | V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由
财务韧性与下行防御	13	8.45	资产负债表具备中等防御力，近期现金充足且净债务可控，但现金质量和可支配范围尚不足以支持强防御判断。
竞争优势与结构耐久性	14	7.7	公司拥有耐久需求和区域运营基础，但缺少足以证明强切换成本、定价权或持续超额回报的证据。
盈利质量、现金转化与	17	6.8	利润、现金和资本回报

资本效率			相互分化，当前归母净利与半年现金尚不足以代表可重复的高质量经营盈利。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.6	医疗需求和区域网络提供中等稳定性，但政策、人力和并购依赖限制了商业结构的独立韧性。
估值与安全边际	15	10.5	当前估值对已知经营弱点提供了有意义但有条件的补偿，尚不能视为刚性下行保护。
资本配置与股东回报	10	5.5	股东回报政策明显改善，但资本配置质量仍被不透明的并购经济和有限经营回报抵消。
治理、所有权与管理层	7	3.5	治理结构具备外部监督框架，但集中控制、战略股东目标和监督实效未知，使少数股东结果保持中性。
Kabugami 技术结构	13	6.5	技术状态处于混合区：旧弱势状态有所减轻，但失败脉冲记忆仍强，新上行状态未通过持续回抽与保留检验。

总分： 55.55 / 100

评级： B

操作建议： 观察：低估值和 120 日元股息提供持有理由，但药局单位经济、并购税后回报、持续归母现金和治理执行尚未验证，技术结构也未建立新的更高状态。现阶段不主动追价；已有持仓以 ROIC、现金覆盖、并购复盘和价格结构后续确认为继续持有条件。

15 | 来源与合规

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 | 判断时点与会计期间

本报告判断时点为 2026 年 10 月 18 日；价格观察采用截至 2026 年 10 月 16 日的最近完整交易日。公司采用 2 月结算期：截至 2026 年 2 月年度是已完成年度，截至 2027 年 2 月年度是公司预测所对应的当前年度。2026 年 10 月完成的药局交易属于 8 月底报表期后事项，未倒填半年经营结果；2026 年 10 月

价格月份也尚未完成，未被视作完整月度确认。金额主要以百万日元列示，历史调整价格与拆股前后原始股数没有直接混用。

相关研究发现：F023

15.2 | 主要资料范围

主要依据包括公司法定年度报告、截至 2026 年 8 月的半年报告、业绩说明材料、药局及并购公告、股东回报与上市维持公告、厚生劳动省调剂报酬材料，以及株探、Yahoo! Finance 所载历史市场价格。公司材料是主要事实来源，但对并购回报、竞争优势、治理效果和资产价值的解释仍按普通股东经济边界审慎处理。

相关研究发现：F023

15.3 | 尚未解决的重要不确定性

仍未解决的重要问题包括：同店处方和技术服务收入、逐店报酬资格、并购价款及承接负债、税后投资回报、应收现金流桥接、稳定自由现金、资产税后可实现价值、实体间现金上划限制、外部董事的实际监督效果，以及主要股东未来行动。资料不足之处保持不确定，不以公司未披露等同于事项不存在，也不把预测或战略关系写成保证。

相关研究发现：F023

15.4 | 研究用途与风险提示

权利金损失与投资现金流中的退款按不同经济分类处理，未重复扣减。报告仅用于研究和信息交流，不构成买卖建议、收益承诺或目标价；市场价格、公司预测、股息政策和资产估值均可能变化。任何投资决定都应结合个人风险承受能力，并以届时有效的法定披露和市场信息为准。

相关研究发现：F007

研究发现索引 | 阅读版

本页只列正文 00/01 已提升为核心判断入口的 10 项发现。本次研究共 45 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文
F011 · 在线	按 2026 年 10 月 16 日 2798 日元和外部流通股 3765635 股计算，市值约 10536.247 百万日元，历史及预测 PE 约 8.26 倍和 8.10 倍、PB 约 0.658 倍、预测股息率约 4.29%；预测和低倍数均不是收益保证或目标价。
F012 · 在线	公司已将 FY2026—FY2028 目标派息率从 20% 提高至 35% 以上，FY2026 已派 120 日元且 FY2027 预测 120 日元；母公司单体利润远低于合并归母利润，分配仍依赖子公司上划、偿债和业务资金需求。
F013 · 在线	更高分红和流通改善已经发生，但投资命题仍要求药局单位经济、并购 ROIC 和持续归母现金共同改

	善；证券收益、补助和资产处置推动的净利不能替代主业回报。若药局继续减益、ROIC 下滑且现金再被扩张吸收，修复命题削弱；同店附加值、资本回报和现金持续改善才构成支持。
F033 · 在线	当前投资判断建立在受监管医疗服务网络的持续需求基础上，同时受人力、公共定价、并购投入、少数权益和资本效率约束。
F038 · 在线	区域医疗网络的耐久基础与股东价值约束 区域医疗服务和地方网络提供持续需求基础，但公共定价、药剂师及护理人员成本、并购资金占用、少数权益和集中控制共同限制价值转化。已兑现的分红及流通改善增强股东回报起点，却没有证明经营资本回报已形成高质量复利。
F001 · 在线	半年归母净利润增长 27.5%，快于营业利润增长 10.4%，但药局利润下降 7.2%；证券及固定资产出售、补助和投资收益增强了净利，而药剂费增长伴随技术费下降，集团增收与核心服务附加值改善并非同一命题。
F024 · 在线	药局利润和技术服务附加值未随集团净利同步改善，因此净利增长只能在拆除营业外及特别项目后用于支持股东回报命题。
F025 · 在线	半年现金改善包含营运资金、税款和投资时点，尚不能证明并购形成可持续自由现金或足以覆盖扩张、偿债与分红。
F042 · 在线	利润、综合收益、现金与资本回报分化 特殊资产收益和补助提高净利，OCI 方向较弱，营运资金释放推高现金，而 ROIC 下降；这些信号具有不同经济含义，不能平均成单一的增长结论。
F022 · 在线	2025 年增派政策早于 7 月价格脉冲，不能将该脉冲单因归于分红；2026 年 10 月半年业绩公布后价格仍在约 2800 日元附近，2026 年春夏回撤的 2855 日元完成月收半程尚未持续恢复。

附录 A | 完整研究发现索引

纸面版按“对应中文正文 → 对普通股的含义 → 证据来源”阅读；重复的证据角色与研究域已经合并。内部英文/机器标记只作为核对记录保留，不再占据读者主视线。在线查看逐条可折叠版本 →

F001 | 半年归母净利增长 27.5%，快于营业利润增长 10.4%，但药局利润下降 7.2%；证券及固定资产出售、补助和投资收益增强了净利，而药剂费增长伴随技术费下降，集团增收与核心服务附加值改善并非同一命题。

写入正文：01 | 净利、现金和资本回报没有讲同一个故事；06 | 归母净利增长很快，但重复性弱于表面数字；14 | V3.2 评分结果：55.55 / B

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：决定当前净利能否代表可重复归母盈利及合理估值基础。

还不能确定：补助、证券收益、正常税率及药局单位盈利的持续水平尚未确定。

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期中間決算短信
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/balance/irp20261009.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 半年報：利润与现金的不同来源
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：半年归母净利增长 27.5%，快于营业利润增长 10.4%，但药局利润下降 7.2%；证券及固定资产出售、补助和投资收益增强了净利，而药剂费增长伴随技术费下降，集团增收与核心服务附加值改善并非同一命题。
- 内部研究类型：EARNINGS_QUALITY_FINDING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F002 | 半年经营现金流 2440.981 百万日元、扣除有形及无形购建后的金额为 2286.370 百万，但应收减少、应付增加和较低税款支付均有贡献；该单期表现高于 FY2026 同定义 656.211 百万，却不能年化为持续并购回报。

写入正文：06 | 现金明显改善，但一部分来自营运资金和税款时点

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：决定公司能否在不增加财务压力的情况下支持并购、偿债和股息。

还不能确定：维持性投资、下半年税款和营运资金反转幅度尚未披露。

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 半年报：利润与现金的不同来源
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 有価証券報告書：资本配置及合并权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：五年历史 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、17、27、28、33；专项深挖：12、17、27、28、33；同业比较：12、17、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：半年经营现金流 2440.981 百万日元、扣除有形及无形购建后的金额为 2286.370 百万，但应收减少、应付增加和较低税款支付均有贡献；该单期表现高于 FY2026 同定义 656.211 百万，却不能年化为持续并购回报。
- 内部研究类型：CASH_CONVERSION_FINDING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F003 | 药局数由 2026 年 8 月底 97 家增至 10 月 1 日 102 家；三重两店承继由原拟业务受让改为吸收分割，京都三店通过全股收购完成，半年报经营结果不能倒填这些期后交易。

写入正文：03 | 102 家药局扩大了网络，却尚未证明单位经济改善；11 | 真正有效的催化剂必须改变利润、现金或价格状态

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：店数扩大只有在同店和新增店回报改善时才增加每股价值。

还不能确定：新增五店的收入、利润、价款及整合回报未披露。

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 10 月 1 日药局数量更新 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20261001.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、30、35；专项深挖：01、03、09、30、35
- 两店承继结构变更 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260916.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20、23、33；专项深挖：20、23、33

- ひまわり薬局全股收购决议
(<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260925.html>) | 怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：药局数由 2026 年 8 月底 97 家增至 10 月 1 日 102 家；三重两店承继由原拟业务受让改为吸收分割，京都三店通过全股收购完成，半年报经营结果不能倒填这些期后交易。
- 内部研究类型：CURRENT_SCALE_CHANGE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F004 | 日新药品目标业务前期收入 875 百万日元且经常亏损 2 百万；卖方全公司营业利润 42 百万不属于目标业务，三重及京都交易也未披露足以计算回报的完整价款和负债。

写入正文：03 | 交易带来的不只是收入，还有资金占用和整合责任；08 | 没有完整交易投入，就无法证明并购创造价值

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：防止以店数、卖方整体利润或未披露协同高估收购价值。

还不能确定：交易价款、承接净债务、商誉和税后投资回报仍未知。

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 两店承继结构变更 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260916.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：20、23、33；专项深挖：20、23、33
- 日新薬品（佐賀）事業統合
(<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260225d.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、19、20、30；反向验证：17；专项深挖：15、19、20、30
- ひまわり薬局全股收购决议
(<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260925.html>) | 怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：日新药品目标业务前期收入 875 百万日元且经常亏损 2 百万；卖方全公司营业利润 42 百万不属于目标业务，三重及京都交易也未披露足以计算回报的完整价款和负债。
- 内部研究类型：ACQUISITION_ECONOMIC_BOUNDARY
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F005 | 最新半年年化 ROE 为 10.7%，但 ROIC 为 2.6%、低于上年同期 3.1%；资产收益和非营业项目可推高归母回报，却不能替代经营投入资本效率或证明并购整合成功。

写入正文：06 | ROE 上升没有消除 ROIC 下降的问题；08 | 没有完整交易投入，就无法证明并购创造价值；09 | 真正决定重估的是资本回报，而不是低倍数本身；14 | V3.2 评分结果：55.55 / B

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：经营资本回报若不能改善，低估值和收入扩张可能长期维持而不创造超额股东价值。

还不能确定：公司 ROIC 统一分母、资本成本和逐项并购回报未充分披露。

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：最新半年年化 ROE 为 10.7%，但 ROIC 为 2.6%、低于上年同期 3.1%；资产收益和非营业项目可推高归母回报，却不能替代经营投入资本效率或证明并购整合成功。
- 内部研究类型：CAPITAL_EFFICIENCY_DIVERGENCE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F006 | 应收票据及账款期末余额较 2 月底增加约 133.456 百万日元，而现金流表报告应收减少 528.649 百万，方向差异约 662.105 百万；收购带入应收可能解释部分口径，但公开资料没有完整桥接，不能宣称已证明原因或指控错误。

写入正文：06 | 约 6.62 亿日元应收差异尚缺完整桥接；13 | 补齐约 6.62 亿日元应收差异的对账

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：该差异降低对半年现金回收质量和可重复性的确定度。

还不能确定：收购转入、重分类和其他非现金项目对约 662.105 百万日元差异的逐项贡献未知。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 日新藥品（佐賀）事業統合
(<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260225d.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、19、20、30；反向验证：17；专项深挖：15、19、20、30
- 第 41 期有価証券報告書：收入及会计规则
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、19、32；专项深挖：02、15、19、32
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一

手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：应收票据及账款期末余额较2月底增加约133.456百万日元，而现金流表报告应收减少528.649百万，方向差异约662.105百万；收购带入应收可能解释部分口径，但公开资料没有完整桥接，不能宣称已证明原因或指控错误。
- 内部研究类型：MATERIAL_ACCOUNTING_UNKNOWN
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F007 | 权利金损失 265 百万日元是损益项目并在经营现金流中加回，退款 265 百万列入投资现金流；二者方向和分类不同，不能重复视作当期现金流出。

写入正文：06 | 权利金损失与退款不能重复扣减；15 | 研究用途与风险提示

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：避免重复扣除同一事项并错误低估现金流。

还不能确定：权利金事项未来是否还有其他税务或合同影响未披露。

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：权利金损失 265 百万日元是损益项目并在经营现金流中加回，退款 265 百万列入投资现金流；二者方向和分类不同，不能重复视作当期现金流出。
- 内部研究类型：CASH_FLOW_CLASSIFICATION_CORRECTION
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F008 | 8 月底归母权益约 16012.056 百万日元，而非全部净资产 16692.677 百万；部分护理主体仅持有 75%，Healthy Pharmacy 持有 50%，合并收入和利润不等于全部归属于上市公司普通股东。

写入正文：02 | 合并增长必须经过归属边界才能到达普通股东；06 | 净债务可控，但不能把合并现金全部视为自由现金；09 | 约 8 倍 PE 和 0.66 倍 PB 建立了低预期起点

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：估值、现金和并购收益必须按普通股东实际归属计算。

还不能确定：各子公司可上划现金、少数股东协议及未来分配未完整披露。

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 有価証券報告書：资本配置及合并权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：8 月底归母权益约 16012.056 百万日元，而非全部净资产 16692.677 百万；部分护理主体仅持有 75%，Healthy Pharmacy 持有 50%，合并收入和利润不等于全部归属于上市公司普通股东。
- 内部研究类型：ORDINARY_SHAREHOLDER_PERIMETER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F009 | 明确借款及债券 9320.819 百万日元减现金等价物 7121.358 百万后约为净债务 2199.461 百万，另有租赁和退休义务；出租物业税前估值差 710.170 百万可作缓冲观察，但资产已入账且税、处置和归属限制未知。

写入正文：06 | 净债务可控，但不能把合并现金全部视为自由现金；09 | 资产缓冲存在，却不是可以无条件加回的现金；11 | 最大的风险是稳定业务长期维持低回报；14 | V3.2 评分结果：55.55 / B

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：限制把低 PBR、物业或证券资产解释为无风险下行保护。

还不能确定：最新授信条件、保证追索、实体间现金上划和资产处置税后所得未知。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：流动性和承诺
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 第 41 期有価証券報告書：出租物业与股权资产
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21、29；反向验证：27；专项深挖：21、29

- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：明确借款及债券 9320.819 百万日元减现金等价物 7121.358 百万后约为净债务 2199.461 百万，另有租赁和退休义务；出租物业税前估值差 710.170 百万可作缓冲观察，但资产已入账且税、处置和归属限制未知。
- 内部研究类型：BALANCE_SHEET_POSITION
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F010 | 2026 年 2 月底流通比例为 28.4% 并已满足全部上市维持标准；法人股东分卖是旧股转让而非公司融资，注销既有库存股也不构成新的现金回购或再次减少已扣库存股的 EPS 分母。

写入正文：07 | 控制集中与流通改善可以同时发生；08 | 流通改善、库存股注销与现金回购不是同一件事

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：流通改善降低上市维持风险，但不自动增加公司现金或每股价值。

还不能确定：未来大股东交易、发行或回购方案尚未公告。

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：集团与股数
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、25、26、27；专项深挖：01、25、26、27
- 上市维持标准已符合 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260326a.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、25、33；专项深挖：24、25、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 年 2 月底流通比例为 28.4% 并已满足全部上市维持标准；法人股东分卖是旧股转让而非公司融资，注销既有库存股也不构成新的现金回购或再次减少已扣库存股的 EPS 分母。
- 内部研究类型：SHARE_LIQUIDITY_AND_CAPITAL_ACTION
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F011 | 按 2026 年 10 月 16 日 2798 日元和外部流通股 3765635 股计算，市值约 10536.247 百万日元，历史及预测 PE 约 8.26 倍和 8.10 倍、PB 约 0.658 倍、预测股息率约 4.29%；预测和低倍数均不是收益保证或目标价。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；09 | 约 8 倍 PE 和 0.66 倍 PB 建立了低预期起点

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：低倍数提供研究价值，但只有经营回报兑现才能形成可持续重估。

还不能确定：预测 EPS、稳态自由现金、资产可实现净值和合理折价幅度仍不确定。

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：集团与股数
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、25、26、27；专项深挖：01、25、26、27
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：五年历史 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、17、27、28、33；专项深挖：12、17、27、28、33；同业比较：12、17、33、35；其他用途：历史
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 3353 日度价格历史 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3353.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、29、31；专项深挖：27、29、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：按 2026 年 10 月 16 日 2798 日元和外部流通股 3765635 股计算，市值约 10536.247 百万日元，历史及预测 PE 约 8.26 倍和 8.10 倍、PB 约 0.658 倍、预测股息率约 4.29%；预测和低倍数均不是收益保证或目标价。
- 内部研究类型：VALUATION_SNAPSHOT
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F012 | 公司已将 FY2026—FY2028 目标派息率从 20%提高至 35%以上，FY2026 已派 120 日元且 FY2027 预测 120 日元；母公司单体利润远低于合并归母利润，分配仍依赖子公司上划、偿债和业务资金需求。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；08 | 120 日元股息已经兑现，长期持续性仍取决于归母现金

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：已兑现的 120 日元股息改善当前现金回报，但持续性取决于归母现金和资本纪律。

还不能确定：2029 年以后政策、未来利润及并购与分红的资金优先次序未知。

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35

- 上市维持标准已符合 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260326a.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、25、33；专项深挖：24、25、33
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 第 41 期有価証券報告書：母公司现金权益限定 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、26；反向验证：26、29；专项深挖：21、26
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35；其他用途：反证
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：公司已将 FY2026—FY2028 目标派息率从 20%提高至 35%以上，FY2026 已派 120 日元且 FY2027 预测 120 日元；母公司单体利润远低于合并归母利润，分配仍依赖子公司上划、偿债和业务资金需求。
- 内部研究类型：SHAREHOLDER_RETURN_CHANGE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F013 | 更高分红和流通改善已经发生，但投资命题仍要求药局单位经济、并购 ROIC 和持续归母现金共同改善；证券收益、补助和资产处置推动的净利不能替代主业回报。若药局继续减益、ROIC 下滑且现金再被扩张吸收，修复命题削弱；同店附加值、资本回报和现金持续改善才构成支持。

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 稳定医疗需求能否真正变成每股价值；11 | 最大的风险是稳定业务长期维持低回报；14 | 对应行动仍是观察，不主动追价

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：界定低估值是否可转化为普通股东持续回报的核心判断。

还不能确定：并购 ROI、应收桥、技术服务费恢复、补助持续性和稳定自由现金仍未确认。

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- 10月1日药局数量更新 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20261001.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、09、30、35；专项深挖：01、03、09、30、35
- 第41期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 2027年2月期半期報告書：利润桥 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 2027年2月期半期報告書：营业外及特别损益 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35；其他用途：反证
- 2027年2月期半期報告書：现金流逐项对账 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027年2月期半期報告書：资产负债与周转 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35；其他用途：反证
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 上市维持标准已符合 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260326a.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、25、33；专项深挖：24、25、33
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、33；专项深挖：26、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：更高分红和流通改善已经发生，但投资命题仍要求药局单位经济、并购 ROIC 和持续归母现金共同改善；证券收益、补助和资产处置推动的净利不能替代主业回报。若药局继续减益、ROIC 下滑且现金再被扩张吸收，修复命题削弱；同店附加值、资本回报和现金持续改善才构成支持。
- 内部研究类型：INVESTMENT_THESIS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F014 | 2026年5月20日正式通过的新董事会由8名董事组成，其中4名为外部董事，取代此前年报中的旧状态或待表决口径；CEO 南野利久同时为持股 18.87%的主要股东。董事人数本身不能证明并购估值、资本配置或监督有效。

写入正文：07 | 外部董事占半数，监督效果仍要看并购和资金决策；08 | 流通改善、库存股注销与现金回购不是同一件事；11 | 快速执行既可能提高效率，也可能放大低回报配置；14 | 对应行动仍是观察，不主动追价

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：集中控制可加快资本配置，但也提高并购监督、利益一致性和少数股东保护的重要性。

还不能确定：外部董事的实际独立性和并购审议效果、CEO 接班安排及主要股东未来行动未知。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 新董事体制 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260520a.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- 2027 年 2 月期半期報告書：股东及归属
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、23、24；专项深挖：07、23、24
- 上市维持标准已符合 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260326a.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、33；专项深挖：24、25、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2026 年 5 月 20 日正式通过的新董事会由 8 名董事组成，其中 4 名为外部董事，取代此前年报中的旧状态或待表决口径；CEO 南野利久同时为持股 18.87% 的主要股东。董事人数本身不能证明并购估值、资本配置或监督有效。
- 内部研究类型：PARENT_CONTROL_AND_BOARD_OVERSIGHT
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F015 | 截至 2026 年 8 月 31 日，Aeon 持股 27.08%、南野利久 18.87%、House Foods 9.56%，前十大股东合计 72.08%；该母公司控制集中事实不同于子公司少数权益，也不同于 28.4% 的流通比例。

写入正文：07 | 控制集中与流通改善可以同时发生；12 | 流通比例达标，没有改变控制权高度集中的事实

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：控制稳定和流通改善可以并存，但战略大股东不必然推动少数股东估值回升。

还不能确定：各主要股东未来买卖、协商安排及战略目标未公开。

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：股东及归属
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、23、24；专项深挖：07、23、24
- 上市维持标准已符合 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260326a.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、33；专项深挖：24、25、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：截至 2026 年 8 月 31 日，Aeon 持股 27.08%、南野利久 18.87%、House Foods 9.56%，前十大股东合计 72.08%；该母公司控制集中事实不同于子公司少数权益，也不同于 28.4% 的流通比例。
- 内部研究类型：CONCENTRATED_PARENT_OWNERSHIP
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F016 | Aeon 是其他关联公司而非集团母公司；既有联盟允许经营指导、增资时维持至少 25% 持股的选择权及派非常勤监事，但不保证 TOB、收购溢价、采购保底或控制权变化。

写入正文：04 | 地方网络具有经营价值，Aeon 关系却不是收益保证；07 | 战略股东的目标不必然等同于少数股东重估；09 | 战略联盟不能被提前折算为控制权溢价；11 | Aeon 关系是可能性，不是已确认催化剂

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：阻止把资本联盟错误计入估值中的收购或控制权溢价。

还不能确定：Aeon 未来是否增持、退出或采取其他资本行动未知。

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：股东及归属
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、23、24；专项深挖：07、23、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Aeon 是其他关联公司而非集团母公司；既有联盟允许经营指导、增资时维持至少 25% 持股的选择权及派非常勤监事，但不保证 TOB、收购溢价、采购保底或控制权变化。
- 内部研究类型：STRATEGIC_ALLIANCE_SCOPE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F017 | 公司需要在持续收购、净债务下降、业务维持投入和 120 日元股息之间配置有限归母现金；集中控制可快速执行，但实际项目回报和独立监督必须共同验证资本配置质量。

写入正文：08 | 并购、降债和分红正在竞争同一现金来源；11 | 快速执行既可能提高效率，也可能放大低回报配置；11 | 真正有效的催化剂必须改变利润、现金或价格状态；14 | 对应行动仍是观察，不主动追价

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：资金排序决定低估值能否通过每股现金回报和资本效率改善实现。

还不能确定：管理层未来在并购、降债和股东回报之间的实际优先顺序未知。

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：流动性和承诺
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 第 41 期有価証券報告書：母公司现金权益限定
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、26；反向验证：26、29；专项深挖：21、26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：公司需要在持续收购、净债务下降、业务维持投入和 120 日元股息之间配置有限归母现金；集中控制可快速执行，但实际项目回报和独立监督必须共同验证资本配置质量。
- 内部研究类型：CAPITAL_ALLOCATION_TENSION
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F018 | 并购整合后，同店处方量、技术服务收入和单位人力成本能否同步改善仍未知；需要同口径同店数据和人均效率证据。

写入正文：03 | 药剂收入上升不能替代技术服务附加值；13 | 先验证 102 家药局的同店经济

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：直接决定药局规模扩张是否改善附加值和利润。

还不能确定：当前公开资料未披露同口径逐店数据，问题保持开放。

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30
- 10 月 1 日药局数量更新 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20261001.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、09、30、35；专项深挖：01、03、09、30、35

- 第 41 期有価証券報告書：研发及人员
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、08、10；专项深挖：04、06、08、10
- 第 41 期有価証券報告書：监管、安全与竞争
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、08、10、11、12、13；专项深挖：05、08、10、11、12、13
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：并购整合后，同店处方量、技术服务收入和单位人力成本能否同步改善仍未知；需要同口径同店数据和人均效率证据。
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F019 | 各项并购的实际价款、承接净债务、商誉和税后投资回报能否验证仍是高价值未知。

写入正文：08 | 没有完整交易投入，就无法证明并购创造价值；13 | 用完整交易投入复盘并购回报

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：决定并购增长究竟创造价值还是只扩大资产和收入。

还不能确定：交易明细未公开，当前没有可合理取得的完整计算基础。

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 两店承继结构变更 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260916.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：20、23、33；专项深挖：20、23、33
- 日新薬品（佐賀）事業統合
(<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260225d.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：15、19、20、30；反向验证：17；专项深挖：15、19、20、30
- ひまわり薬局全股收购决议
(<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260925.html>) | 怎么使用：直接证据
- 第 41 期有価証券報告書：设备与减值假设
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、20、29、32；专项深挖：04、20、29、32
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：各项并购的实际价款、承接净债务、商誉和税后投资回报能否验证仍是高价值未知。

- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F020 | 最新 102 家药局的逐店报酬资格、同店技术服务费及其恢复程度仍未知，不能机械套用行业加算。

写入正文：03 | 药剂收入上升不能替代技术服务附加值；13 | 先验证 102 家药局的同店经济

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：决定政策调整和区域网络能否转化为真实药局利润。

还不能确定：102 家药局逐店资格、处方组合和技术费恢复未披露。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30
- 10 月 1 日药局数量更新 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20261001.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、09、30、35；专项深挖：01、03、09、30、35
- 2026 年度调剂报酬改定：地区支援和供药能力
(<https://www.mhlw.go.jp/content/12400000/001684593.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、13、35；反向验证：06
- 第 41 期有価証券報告書：监管、安全与竞争
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、08、10、11、12、13；专项深挖：05、08、10、11、12、13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：最新 102 家药局的逐店报酬资格、同店技术服务费及其恢复程度仍未知，不能机械套用行业加算。
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F021 | 下一期资本回报和经营现金能否继续改善并覆盖并购、偿债及 120 日元分红，是后续验证当前命题的关键问题。

写入正文：08 | 并购、降债和分红正在竞争同一现金来源；13 | 检验现金能否同时覆盖扩张、偿债和分红

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：检验经营现金是否足以同时覆盖并购、偿债和 120 日元分红。

还不能确定：答案依赖下一期公开经营和现金数据，当前无可替代证据。

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26、33；专项深挖：26、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：下一期资本回报和经营现金能否继续改善并覆盖并购、偿债及 120 日元分红，是后续验证当前命题的关键问题。
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F022 | 2025 年增派政策早于 7 月价格脉冲，不能将该脉冲单因归于分红；2026 年 10 月半年业绩公布后价格仍在约 2800 日元附近，2026 年春夏回撤的 2855 日元完成月收半程尚未持续恢复。

写入正文：01 | 已兑现的改善值得承认，但还不足以追价；10 | 分红与业绩改善尚未转化为持续的价格上移

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：说明低估值、增派和净利增长尚未获得持续更高价格区域的确认。

还不能确定：成交稀少、观察期短且 2026 年 10 月月份未完成，限制时序结论强度。

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 3353 日度价格历史 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3353.T/history>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：27、29、31；专项深挖：27、29、31

- 3353 年度历史价格 (https://s.kabutan.jp/stocks/3353/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：33、34；其他用途：历史
- 3353 近期月度价格 (https://s.kabutan.jp/stocks/3353/historical_prices/monthly/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34；专项深挖：31、34；同业比较：31、35；其他用途：历史
- 3353 历史月度价格复核 (https://s.kabutan.jp/stocks/3353/historical_prices/monthly/?page=4) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 近期周度及公告后价格 (https://s.kabutan.jp/stocks/3353/historical_prices/weekly/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：2025 年增派政策早于 7 月价格脉冲，不能将该脉冲单因归于分红；2026 年 10 月半年业绩公布后价格仍在约 2800 日元附近，2026 年春夏回撤的 2855 日元完成月收半程尚未持续恢复。
- 内部研究类型：FUNDAMENTAL_TECHNICAL_TIMING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F023 | 公司为 2 月期，半年与全年指标必须分开，10 月收购不能倒填 8 月底报表；金额以百万日元为主，历史调整价格与股票拆分前后原始股数不可直接混用。

写入正文：15 | 判断时点与会计期间；15 | 主要资料范围；15 | 尚未解决的重要不确定性

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：防止期后收购、半年指标、未完成价格月份和原始股数口径造成错误投资比较。

还不能确定：未来数据和未完成月份不属于本次观察结论。

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：集团与股数 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、25、26、27；专项深挖：01、25、26、27
- 10 月 1 日药局数量更新 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20261001.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、09、30、35；专项深挖：01、03、09、30、35
- 两店承继结构变更 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260916.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：20、23、33；专项深挖：20、23、33
- 第 41 期有価証券報告書：五年历史 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：12、17、27、28、33；专项深挖：12、17、27、28、33；同业比较：12、17、33、35；其他用途：历史
- 3353 日度价格历史 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3353.T/history>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：27、29、31；专项深挖：27、29、31
- 2021 年股票拆分 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2021/irp20210120.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：公司为 2 月期，半年与全年指标必须分开，10 月收购不能倒填 8 月底报表；金额以百万日元为主，历史调整价格与股票拆分前后原始股数不可直接混用。

- 内部研究类型：POINT_IN_TIME_ACCOUNTING_CONTEXT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F024 | 药局利润和技术服务附加值未随集团净利同步改善，因此净利增长只能在拆除非营业外及特别项目后用于支持股东回报命题。

写入正文：01 | 净利、现金和资本回报没有讲同一个故事；06 | 归母净利增长很快，但重复性弱于表面数字

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期中間決算短信
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/balance/irp20261009.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 半年報：利润与现金的不同来源
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：药局利润和技术服务附加值未随集团净利同步改善，因此净利增长只能在拆除非营业外及特别项目后用于支持股东回报命题。
- 内部研究类型：QUALIFIES
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F025 | 半年现金改善包含营运资金、税款和投资时点，尚不能证明并购形成可持续自由现金或足以覆盖扩张、偿债与分红。

写入正文：01 | 净利、现金和资本回报没有讲同一个故事；06 | 现金明显改善，但一部分来自营运资金和税款时点

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 半年報：利润与现金的不同来源
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

- 有価証券報告書：资本配置及合并权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：五年历史 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、17、27、28、33；专项深挖：12、17、27、28、33；同业比较：12、17、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：半年现金改善包含营运资金、税款和投资时点，尚不能证明并购形成可持续自由现金或足以覆盖扩张、偿债与分红。
- 内部研究类型：QUALIFIES
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F026 | 药局和批发收购只有在实际价款、承接负债、整合后单位盈利和投入资本均可核实时，才能被判断为创造股东价值。

写入正文：08 | 没有完整交易投入，就无法证明并购创造价值

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 两店承继结构变更 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260916.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：20、23、33；专项深挖：20、23、33
- 日新薬品（佐賀）事業統合
(<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260225d.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、19、20、30；反向验证：17；专项深挖：15、19、20、30
- 第 41 期有価証券報告書：设备与减值假设
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、20、29、32；专项深挖：04、20、29、32
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：药局和批发收购只有在实际价款、承接负债、整合后单位盈利和投入资本均可核实时，才能被判断为创造股东价值。
- 内部研究类型：REQUIRES_VALIDATION_BY
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F027 | 应收余额与现金流调整之间约 662.105 百万日元的未桥接差异，限制了对半年回款质量和可重复性的判断。

写入正文：06 | 约 6.62 亿日元应收差异尚缺完整桥接；13 | 补齐约 6.62 亿日元应收差异的对账

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 日新薬品（佐賀）事業統合
(<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260225d.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、19、20、30；反向验证：17；专项深挖：15、19、20、30
- 第 41 期有価証券報告書：收入及会计规则
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、19、32；专项深挖：02、15、19、32
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：应收余额与现金流调整之间约 662.105 百万日元的未桥接差异，限制了对半年回款质量和可重复性的判断。
- 内部研究类型：LIMITS_INTERPRETATION_OF
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F028 | 低估值能否修复取决于经营资本回报和持续现金，而不是较高 ROE 或一次性净利增长本身。

写入正文：09 | 真正决定重估的是资本回报，而不是低倍数本身

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：

- 10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：
- 11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 3353 日度价格历史 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3353.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、29、31；专项深挖：27、29、31
- 2027 年 2 月期半期報告書：集团与股数 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：01、25、26、27；专项深挖：01、25、26、27
- 第 41 期有価証券報告書：五年历史 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：12、17、27、28、33；专项深挖：12、17、27、28、33；同业比较：12、17、33、35；其他用途：历史
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：26、33；专项深挖：26、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：低估值能否修复取决于经营资本回报和持续现金，而不是较高 ROE 或一次性净利增长本身。
- 内部研究类型：CONDITIONS
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F029 | 物业估值差和账面权益提供有限缓冲，但净债务、租赁和退休义务、税费、归属及资产可变现性阻止将其解释为刚性价格底。

写入正文：09 | 资产缓冲存在，却不是可以无条件加回的现金；11 | 最大的风险是稳定业务长期维持低回报

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：流动性和承诺 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 第 41 期有価証券報告書：出租物业与股权资产 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21、29；反向验证：27；专项深挖：21、29
- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：物业估值差和账面权益提供有限缓冲，但净债务、租赁和退休义务、税费、归属及资产可变现性阻止将其解释为刚性价格底。
- 内部研究类型：QUALIFIES_DOWNSIDE

- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F030 | 集中持股与大股东 CEO 可提高决策执行速度，但并购和资金配置仍需由外部董事的实际审议、项目复盘和绩效约束来保护少数股东。

写入正文：07 | 外部董事占半数，监督效果仍要看并购和资金决策；08 | 并购、降债和分红正在竞争同一现金来源

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 新董事体制 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260520a.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- 2027 年 2 月期半期報告書：股东及归属
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、23、24；专项深挖：07、23、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：集中持股与大股东 CEO 可提高决策执行速度，但并购和资金配置仍需由外部董事的实际审议、项目复盘和绩效约束来保护少数股东。
- 内部研究类型：GOVERNS_EXECUTION_AND_SCRUTINY_OF
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F031 | Aeon 资本联盟和持股维护权说明战略关系，但不证明未来收购、控制权溢价、保底采购或少数股东估值修复。

写入正文：04 | 地方网络具有经营价值，Aeon 关系却不是收益保证；07 | 战略股东的目标不必然等同于少数股东重估；09 | 战略联盟不能被提前折算为控制权溢价

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：股东及归属
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、23、24；专项深挖：07、23、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Aeon 资本联盟和持股维护权说明战略关系，但不证明未来收购、控制权溢价、保底采购或少数股东估值修复。
- 内部研究类型：LIMITS_INFERENCE_ABOUT
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F032 | 更高分红和流通标准达标是已兑现改善，但其持续性仍受子公司资金上划、并购、偿债及经营现金约束。

写入正文：01 | 已兑现的改善值得承认，但还不足以追价；08 | 120 日元股息已经兑现，长期持续性仍取决于归母现金

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 上市维持标准已符合 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260326a.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、25、33；专项深挖：24、25、33
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 第 41 期有価証券報告書：母公司现金权益限定
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、26；反向验证：26、29；专项深挖：21、26
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35；其他用途：反证
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：更高分红和流通标准达标是已兑现改善，但其持续性仍受子公司资金上划、并购、偿债及经营现金约束。

- 内部研究类型：SUPPORTS_BUT_DOES_NOT_PROVE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F033 | 当前投资判断建立在受监管医疗服务网络的持续需求基础上，同时受人力、公共定价、并购投入、少数权益和资本效率约束。

写入正文：01 | 稳定医疗需求能否真正变成每股价值；02 | 区域医疗网络提供需求耐久性，也限制定价自由

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30
- 第 41 期有価証券報告書：成本与供应依赖
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：06、07、13、14；专项深挖：06、07、13、14
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：当前投资判断建立在受监管医疗服务网络的持续需求基础上，同时受人力、公共定价、并购投入、少数权益和资本效率约束。
- 内部研究类型：FOUNDATION_FOR
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F034 | 分红政策和净利改善没有使价格形成稳定的更高运行区；该关系是基本面事件后的价格响应与时序判断，不改写独立纯价格技术状态。

写入正文：10 | 分红与业绩改善尚未转化为持续的价格上移

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 3353 日度价格历史 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3353.T/history>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：27、29、31；专项深挖：27、29、31
- 3353 年度历史价格 (https://s.kabutan.jp/stocks/3353/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：33、34；其他用途：历史
- 3353 近期月度价格 (https://s.kabutan.jp/stocks/3353/historical_prices/monthly/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34；专项深挖：31、34；同业比较：31、35；其他用途：历史
- 3353 历史月度价格复核 (https://s.kabutan.jp/stocks/3353/historical_prices/monthly/?page=4) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- 近期周度及公告后价格 (https://s.kabutan.jp/stocks/3353/historical_prices/weekly/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：分红政策和净利改善没有使价格形成稳定的更高运行区；该关系是基本面事件后的价格响应与时序判断，不改写独立纯价格技术状态。
- 内部研究类型：CROSS_LANE_CONTEXT_FOR
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F035 | 母公司控制集中和战略股东目标未必与少数股东估值修复一致，因此治理有效性、接班安排和未来大股东行动是投资命题的独立限定条件。

写入正文：01 | 已兑现的改善值得承认，但还不足以追价；07 | 战略股东的目标不必然等同于少数股东重估；11 | 快速执行既可能提高效率，也可能放大低回报配置

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 新董事体制 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260520a.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- 2027 年 2 月期半期報告書：股东及归属
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、23、24；专项深挖：07、23、24
- 上市维持标准已符合 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260326a.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、33；专项深挖：24、25、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：母公司控制集中和战略股东目标未必与少数股东估值修复一致，因此治理有效性、接班安排和未来大股东行动是投资命题的独立限定条件。
- 内部研究类型：QUALIFIES
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F036 | 并购、偿债和 120 日元分红竞争同一归母现金来源；资本配置顺序决定分红政策能否持续。

写入正文：08 | 并购、降债和分红正在竞争同一现金来源

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：流动性和承诺
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 第 41 期有価証券報告書：母公司现金权益限定
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、26；反向验证：26、29；专项深挖：21、26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：并购、偿债和 120 日元分红竞争同一归母现金来源；资本配置顺序决定分红政策能否持续。
- 内部研究类型：CONSTRAINS
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F037 | 10 | 两次高位脉冲都没有留下稳定的更高价格区域

写入正文：10 | 两次高位脉冲都没有留下稳定的更高价格区域；10 | 低位有所抬高，但春夏回撤的半程尚未收复；10 | 2800 日元附近的收窄只能说明波动变小；10 | 确认条件是更高区域经受回抽，失效条件是重新退出较高低位平台；14 | 为什么停留在 B 评级

还不能确定：受保护的 Technical Research 结构；公开边界以其正文路由为准。

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Protected Technical Synthesis
- 内部研究类型：PROTECTED_TECHNICAL_SYNTHESIS
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 公开边界：受保护 Technical Research 仅保留可追踪身份，本索引不重写其内部语义。

在线打开本发现 →

F038 | 区域医疗网络的耐久基础与股东价值约束 | 区域医疗服务和地方网络提供持续需求基础，但公共定价、药剂师及护理人员成本、并购资金占用、少数权益和集中控制共同限制价值转化。已兑现的分红及流通改善增强股东回报起点，却没有证明经营资本回报已形成高质量复利。

写入正文：01 | 稳定医疗需求能否真正变成每股价值；02 | 区域医疗网络提供需求耐久性，也限制定价自由；05 | 地方运营基础降低失速风险，却未证明超额回报；14 | 为什么停留在 B 评级

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：投资价值取决于受监管业务能否把持续需求转成单位利润、归母现金和高于资金成本的回报，而非仅靠规模、低 PBR 或高股息。

还不能确定：并购回报、同店经济、应收桥和正常化盈利仍限制耐久性判断。

证据来源（18 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期中間決算短信
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/balance/irp20261009.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 半年報：利润与现金的不同来源
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35

- 有価証券報告書：资本配置及合并权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：五年历史 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、17、27、28、33；专项深挖：12、17、27、28、33；同业比较：12、17、33、35；其他用途：历史
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 第 41 期有価証券報告書：流动性和承诺
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 第 41 期有価証券報告書：出租物业与股权资产
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21、29；反向验证：27；专项深挖：21、29
- 新董事体制 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260520a.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- 2027 年 2 月期半期報告書：股东及归属
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、23、24；专项深挖：07、23、24
- 上市维持标准已符合 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260326a.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、33；专项深挖：24、25、33
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 第 41 期有価証券報告書：母公司现金权益限定
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、26；反向验证：26、29；专项深挖：21、26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：区域医疗网络的耐久基础与股东价值约束 | 区域医疗服务和地方网络提供持续需求基础，但公共定价、药剂师及护理人员成本、并购资金占用、少数权益和集中控制共同限制价值转化。已兑现的分红及流通改善增强股东回报起点，却没有证明经营资本回报已形成高质量复利。
- 内部研究类型：DURABLE_BUSINESS_PORTRAIT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F039 | 药局量价、技术费与人力成本传导 | 处方数量、药价和技术服务收费共同形成药局收入，再由药剂师工资和店铺费用转成营业利润；药剂收入增加而技术费下降说明交易规模与服务附加值不能互代。

写入正文：03 | 102 家药局扩大了网络，却尚未证明单位经济改善；03 | 药剂收入上升不能替代技术服务附加值；06 | ROE 上升没有消除 ROIC 下降的问题；13 | 先验证 102 家药局的同店经济

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：必须以同店利润和资本回报验证 102 店网络，而不能以老龄化或店数替代盈利证据。

还不能确定：逐店报酬资格、同店处方、技术费和单位人力成本未披露。

证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期中間決算短信
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/balance/irp20261009.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 半年報：利润与现金的不同来源
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35
- 10 月 1 日药局数量更新 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20261001.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、30、35；专项深挖：01、03、09、30、35
- 两店承继结构变更 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260916.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20、23、33；专项深挖：20、23、33
- ひまわり薬局全股收购决议
(<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260925.html>) | 怎么使用：直接证据
- 第 41 期有価証券報告書：研发及人员
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、08、10；专项深挖：04、06、08、10
- 第 41 期有価証券報告書：监管、安全与竞争
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、08、10、11、12、13；专项深挖：05、08、10、11、12、13
- 2026 年度调剂报酬改定：地区支援和供药能力
(<https://www.mhlw.go.jp/content/12400000/001684593.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、13、35；反向验证：06

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：药局量价、技术费与人力成本传导 | 处方数量、药价和技术服务收费共同形成药局收入，再由药剂师工资和店铺费用转成营业利润；药剂收入增加而技术费下降说明交易规模与服务附加值不能互代。
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_CAUSAL_SYSTEM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F040 | 并购规模、营运资金与回报边界 | 批发并购同时带入收入、应收、库存和合同，规模增长与资金占用必须在相同交易边界内解释；日新目标业务亏损不能由卖方全公司利润替代，应收差异也不能凭可能的收购因素强行结案。

写入正文：03 | 交易带来的不只是收入，还有资金占用和整合责任；06 | 约 6.62 亿日元应收差异尚缺完整桥接；08 | 没有完整交易投入，就无法证明并购创造价值；13 | 用完整交易投入复盘并购回报

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：只有完整交易投入和后续现金回报可核实时，收购增长才能被视为普通股东价值增长。

还不能确定：交易价格、承接应收和库存的完整现金流桥及整合后回报未公开。

证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）

- 两店承继结构变更 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260916.html>) | 如何使用：直接证据；一手验证：20、23、33；专项深挖：20、23、33
- 日新薬品（佐賀）事業統合 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260225d.html>) | 如何使用：直接 / 支持；一手验证：15、19、20、30；反向验证：17；专项深挖：15、19、20、30
- ひまわり薬局全股收购决议 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260925.html>) | 如何使用：直接证据
- 第 41 期有価証券報告書：收入及会计规则 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 如何使用：直接证据；一手验证：02、15、19、32；专项深挖：02、15、19、32
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 半年報：利润与现金的不同来源 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持
- 有価証券報告書：资本配置及合并权益 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持
- 第 41 期有価証券報告書：五年历史 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 如何使用：直接 / 支持；一手验证：12、17、27、28、33；专项深挖：12、17、27、28、33；同业比较：12、17、33、35；其他用途：历史

- 第 41 期有価証券報告書：设备与减值假设
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、20、29、32；专项深挖：04、20、29、32
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：并购规模、营运资金与回报边界 | 批发并购同时带入收入、应收、库存和合同，规模增长与资金占用必须在相同交易边界内解释；日新目标业务亏损不能由卖方全公司利润替代，应收差异也不能凭可能的收购因素强行结案。
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_ACQUISITION_SYSTEM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F041 | 护理入住、成本吸收与权益归属 | 护理入住和新增设施可改善固定成本吸收，但低利润率、人力成本和 75%权益限制集团规模向普通股东价值的转换；营业外补助不能作为护理经营效率。

写入正文：02 | 合并增长必须经过归属边界才能到达普通股东；06 | ROE 上升没有消除 ROIC 下降的问题

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：护理改善需要以归母利润和现金验证，不能按合并收入全额计入股东价值。

还不能确定：逐设施入住率、人员效率和可持续护理现金未披露。

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 有価証券報告書：资本配置及合并权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 2027 年 2 月期中間決算短信
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/balance/irp20261009.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 半年报：利润与现金的不同来源
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30

- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：护理入住、成本吸收与权益归属 | 护理入住和新增设施可改善固定成本吸收，但低利润率、人力成本和 75% 权益限制集团规模向普通股东价值的转换；营业外补助不能作为护理经营效率。
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_CARE_ECONOMICS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F042 | 利润、综合收益、现金与资本回报分化 | 特殊资产收益和补助提高净利，OCI 方向较弱，营运资金释放推高现金，而 ROIC 下降；这些信号具有不同经济含义，不能平均成单一的增长结论。

写入正文：01 | 净利、现金和资本回报没有讲同一个故事；06 | 归母净利增长很快，但重复性弱于表面数字；09 | 真正决定重估的是资本回报，而不是低倍数本身；12 | 利润和现金都改善，不代表资本回报已经改善

研究范围：开放研究 + 35 项覆盖检查

对普通股东意味着：普通股东应以可重复主业利润、归母现金和资本效率共同判断，而非选择最有利的单一指标。

还不能确定：正常化税后盈利和营运资金持续水平仍未知。

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期中間決算短信
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/balance/irp20261009.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 半年報：利润与现金的不同来源
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35
- 有価証券報告書：资本配置及合并权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：五年历史 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、17、27、28、33；专项深挖：12、17、27、28、33；同业比较：12、17、33、35；其他用途：历史
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 3353 日度价格历史 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3353.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、29、31；专项深挖：27、29、31
- 2027 年 2 月期半期報告書：集团与股数
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：01、25、26、27；专项深挖：01、25、26、27
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：26、33；专项深挖：26、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：利润、综合收益、现金与资本回报分化 | 特殊资产收益和补助提高净利，OCI 方向较弱，营运资金释放推高现金，而 ROIC 下降；这些信号具有不同经济含义，不能平均成单一的增长结论。
- 内部研究类型：MULTI_LEDGER_DIVERGENCE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F043 | 分红、流通改善与集中控制下的资本纪律 | 派息率政策提高和流通标准达标是实质改善，但注销、旧股分卖和战略持股各有不同经济含义；持续股东回报仍需要归母现金、资本纪律和有效独立监督。

写入正文：07 | 控制集中与流通改善可以同时发生；08 | 120 日元股息已经兑现，长期持续性仍取决于归母现金；11 | 快速执行既可能提高效率，也可能放大低回报配置；12 | 流通比例达标，没有改变控制权高度集中的事实

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：流通和股息改善提高当前吸引力，但不保证大股东目标与少数股东估值修复一致。

还不能确定：未来分红、并购、降债及大股东行动顺序未知。

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：集团与股数
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、25、26、27；专项深挖：01、25、26、27

- 上市维持标准已符合 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260326a.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、25、33；专项深挖：24、25、33
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 第 41 期有価証券報告書：母公司现金权益限定 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：21、26；反向验证：26、29；专项深挖：21、26
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35；其他用途：反证
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35；其他用途：反证
- 第 41 期有価証券報告書：流动性和承诺 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 新董事体制 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260520a.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23
- 2027 年 2 月期半期報告書：股东及归属 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、23、24；专项深挖：07、23、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：分红、流通改善与集中控制下的资本纪律 | 派息率政策提高和流通标准达标是实质改善，但注销、旧股分卖和战略持股各有不同经济含义；持续股东回报仍需要归母现金、资本纪律和有效独立监督。
- 内部研究类型：SHAREHOLDER_OUTCOME_SYSTEM
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F044 | 低估值、资产缓冲与经营回报条件 | 约 8 倍 PE、0.66 倍 PB、4.29%预测股息率及物业估值差提供研究价值，但净债务、少数权益、资产估计和非经常利润限制简单重估；不得假设 PB 回到 1 倍或无税全额加回资产。

写入正文：09 | 资产缓冲存在，却不是可以无条件加回的现金；11 | 最大的风险是稳定业务长期维持低回报；14 | 为什么停留在 B 评级

研究范围：35 项覆盖检查

对普通股东意味着：安全边际是有条件的，经营资本回报和可持续现金不改善时折价可能长期存在。

还不能确定：稳态盈利、资产税后变现值和压力情景现金尚未确认。

证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期半期報告書：集团与股数
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、25、26、27；专项深挖：01、25、26、27
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 第 41 期有価証券報告書：五年历史 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、17、27、28、33；专项深挖：12、17、27、28、33；同业比较：12、17、33、35；其他用途：历史
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26、33；专项深挖：26、33
- 3353 日度价格历史 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3353.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、29、31；专项深挖：27、29、31
- 第 41 期有価証券報告書：流动性和承诺
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：14、18、25；专项深挖：14、18、25
- 第 41 期有価証券報告書：出租物业与股权资产
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21、29；反向验证：27；专项深挖：21、29
- 第 41 期有価証券報告書：Aeon 关系与部分权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、24、25、35；专项深挖：01、07、24、25、35
- 有価証券報告書：资本配置及合并权益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- 2027 年 2 月期半期報告書：营业外及特别损益
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16、22、28、32、35；反向验证：22、27、30；专项深挖：16、22、28、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：低估值、资产缓冲与经营回报条件 | 约 8 倍 PE、0.66 倍 PB、4.29%预测股息率及物业估值差提供研究价值，但净债务、少数权益、资产估计和非经常利润限制简单重估；不得假设 PB 回到 1 倍或无税全额加回资产。
- 内部研究类型：VALUATION_DOWNSIDE_BRIDGE
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F045 | 当前公开资料边界后的高价值未知 | 已审阅最新法定报告、半年报、说明会、交易更新、监管材料、竞争机制和市场历史；剩余高价值信息集中在同店效率、应收桥、交易投入、逐店报酬和下一期资本覆盖，必须作为明确 Research Debt 保留而非猜测。

写入正文：13 | 检验现金能否同时覆盖扩张、偿债和分红

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

对普通股东意味着：这些未知限制对并购成功、盈利正常化、分红持续性和估值修复的确信程度。

还不能确定：问题仍重大，但当前主要依赖未披露交易明细或未来经营数据，没有合理的现时公开研究路径。

证据来源（15 项；重复标签已按来源合并）

- 日新薬品（佐賀）事業統合
(<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260225d.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、19、20、30；反向验证：17；专项深挖：15、19、20、30
- 第 41 期有価証券報告書：收入及会计规则
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、19、32；专项深挖：02、15、19、32
- 2027 年 2 月期半期報告書：现金流逐项对账
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、19、26、32、35；反向验证：19；专项深挖：17、19、26、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：资产负债与周转
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、19、21、22、27、29、32、35；反向验证：17、26、32、35；专项深挖：17、18、19、21、22、27、29、32、35
- 2027 年 2 月期半期報告書：处方与护理
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30；反向验证：05、13、16；专项深挖：02、03、05、06、08、10、12、13、15、30
- 10 月 1 日药局数量更新 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20261001.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、09、30、35；专项深挖：01、03、09、30、35
- 第 41 期有価証券報告書：研发及人员
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、08、10；专项深挖：04、06、08、10
- 第 41 期有価証券報告書：监管、安全与竞争
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、08、10、11、12、13；专项深挖：05、08、10、11、12、13
- 2027 年 2 月期半期報告書：利润桥
(<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/report/iru20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手

验证：16、28、31、35；反向验证：02、10、12、15、28、30、35；专项深挖：16、28、31、35

- 两店承继结构变更 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260916.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：20、23、33；专项深挖：20、23、33
- ひまわり薬局全股收购决议 (<https://m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2026/irp20260925.html>) | 怎么使用：直接证据
- 第41期有価証券報告書：设备与减值假设 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/iru20260519.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、20、29、32；专项深挖：04、20、29、32
- 说明会资本回报与指引 (<https://www.m-ikkou.co.jp/pdf/2026/irs20261014.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35；反向验证：10、16、20、23、27、29、33、35；专项深挖：11、16、20、22、23、27、28、30、31、33、35
- 2026年度调剂报酬改定：地区支援和供药能力 (<https://www.mhlw.go.jp/content/12400000/001684593.pdf>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、13、35；反向验证：06
- 股东回报政策改变 (<https://www.m-ikkou.co.jp/ir/library/release/2025/irp20250404b.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：26、33；专项深挖：26、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：当前公开资料边界后的高价值未知 | 已审阅最新法定报告、半年报、说明会、交易更新、监管材料、竞争机制和市场历史；剩余高价值信息集中在同店效率、应收桥、交易投入、逐店报酬和下一期资本覆盖，必须作为明确 Research Debt 保留而非猜测。
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT_PORTFOLIO
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

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。