3945 スーパーバッグ株式会社（Super bag Company, Limited）

Kabugami V3.2 52.7/100 · C

这家公司是做什么的

スーパーバッグ主营纸质手提袋、快递包装袋及纸盒的制造和销售，同时经营塑料包装袋及其他包装用品，服务零售、食品和物流等行业。

最近亮点

快递包装产品保持增长，但2027财年第一季度收入基本持平、营业利润同比下降72.3%；纸制品提价未能及时覆盖成本，化学制品业务则有所改善。

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、投资劝诱、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	a05a30816d66d7d40c1a46f63d2437620c0d341e
评分版本	V3.2
发布源 SHA	4a29cced253e364f6e57a068519042feec27163c
交付代码版本 SHA	4a29cced253e364f6e57a068519042feec27163c
交付运行时指纹	8c1e397e602d0070dce48ef369ae28a148f590ae47d528aab8d088ca38d8e30c

先看研究要点

为什么值得研究	包装需求与客户基础较分散，快递产品和自动化提供改善空间；按 2,136 日元计算，公司预测 PE 约 4.47 倍、预测股息率约 5.15%。
最需要担心什么	纸制品盈利走弱，上一财年经营现金流为负，供应商付款期限缩短及设备投入占用资金；正常盈利与现金恢复尚待验证。
Kabugami 现在怎么看	低估值值得跟踪，但只有提价与产品增长能够转成持续经营现金、覆盖投资及分红，便宜才更可能形成股东回报。当前利润和现金证据尚未满足这一条件，股价也未能保住 2025 年的较高运行区间。

01｜投资问题与当前结论

这家公司最吸引注意的数字，是约 4.47 倍预测 PE 和超过 5%的预测股息率。但在讨论便宜之前，需要解释一个更具体的问题：为什么快递包装在增长，主营利润却在下降，现金也没有随着净资产一起增加？

三个现象来自不同环节。快递包装的增长还不足以抵消手提袋需求和成本的压力；工厂更新先带来资金支出和折旧，效率收益需要之后兑现；供应商更快收到货款，则意味着公司少用了一部分原本由供应商提供的资金。即使净利润仍为正，留给股东的现金也可能减少。

因此，本次判断的核心是：产品转型和提价，能否赚出足以覆盖更大资金占用的利润与现金？ 公司具备调整价格、更新设备和处置低回报资产的能力，但目前还没有证据表明这些措施已经共同形成稳定的高回报。

结论是继续观察。低价格为改善留出了空间，也可能反映市场对全年预测兑现的怀疑。下一份财报中，纸制品利润率、库存和经营现金流如果同时改善，比单独出现一次净利润增长更有说服力。

研究依据：成本传导·供应商信用与现金·估值的条件

02｜公司本质与商业模式

消费者拿走商品时使用的手提袋、商家寄送商品的快递袋，以及食品和礼品外面的纸盒，是公司的主要业务所在。客户购买的不只是纸张，还包括印刷效果、尺寸设计、加工一致性和按时供货。公司既自行生产纸制品，也采购化学制品和其他包装用品后销售。[S01][S04]

这些产品具有重复需求，客户也较分散：年度披露没有单一客户贡献超过集团收入的 10%。但重复购买不等于无法替换。客户可以改用其他厂家、进口包装、减少免费提供袋子，或鼓励消费者重复使用。服务和制造经验有价值，却不能自动转化为提价权。

经营的另一面是资金占用。工厂需要更新设备，销售需要备货，客户未付款之前还要承担应收款。2026 财年销售额 281.62 亿日元，收入已从疫情期间的低点恢复，但仍低于 2017 财年的 334.95 亿日元。利润修复并不是不断向上的直线：2024 至 2026 财年营业利润由 10.34 亿降至 9.01 亿，再降至 7.58 亿日元。[S01][S04]

集团还包括全资北海道子公司、持股 89.8%的台湾子公司，以及持股 31.7%、按权益法核算的泰国 Narai 公司。台湾业务并非全部经济利益归上市公司股东，泰国公司的权益法利润也不能直接当作母公司收到的现金。上海子公司已于 2026 年 3 月完成清算，理解后续利润时需要保留这一范围变化。[S01][S07]

03｜产品、客户与供应链

3.1｜同样是包装，增长和利润并不同步

2026 财年的三类业务如下，金额为亿日元。分部利润尚未扣除总部等费用，不能直接相加当作集团营业利润。[S01]

业务	收入	分部营业利润	主要经济特点
纸制品	152.48	10.85	自有生产设备较重要，受纸价、产量、提价时点和折旧影响。
化学制品	57.52	1.69	塑料包装等，外部采购与销售价格传导较重要。
其他	71.61	2.07	配套包装用品，补充客户采购需求。

纸制品内部，手提袋占收入 46.5%，包含快递袋的方底袋占 30.1%，纸盒占 12.4%。公司披露，快递包装及纸盒收入相较 2024 财年分别增长 20.7%和 20.6%；这是两年累计变化，不能当作年度增速，也不说明两类产品利润增长了同样多。[S04][S05]

最新季度已经显示差异。纸制品收入从 35.78 亿降至 34.07 亿日元，分部利润由 2.55 亿降至 1.54 亿；化学制品收入由 13.68 亿增至 15.24 亿，利润由 0.24 亿增至 0.33 亿。纸制品面临手提袋销量减少、价格调整滞后和折旧上升；化学制品的外带用袋需求及价格转嫁表现更好。[S02]

3.2｜客户分散，不能消除共同的成本压力

纸张、能源、运输和人工成本会同时影响许多订单。公司没有披露足以量化主要供应商集中度、自动调价条款或快递袋独立利润率的信息。王子控股持有公司股份，也不能据此推断公司享有独家采购条件。[S01]

2026 财年集团在手订单为 23.69 亿日元，同比增长 5%；纸制品在手订单却略降 0.6%。总订单增加因此不能替代对主要生产业务的判断。下一步需要看纸制品提价落地后，收入增长究竟来自价格、销量还是产品组合，以及其中有多少真正成为利润。[S01]

04｜竞争格局与产业关系

4.1｜同行已经证明，成本上涨并非唯一答案

规模更大的ザ・パック（THE PACK）在 2026 年上半年实现收入 501.34 亿日元，同比增长 5.8%；营业利润 29.74 亿，同比增长 3.9%。其解释是，新客户及既有客户的多产品销售贡献了足够增长，吸收了原料、工资、物流及其他费用上升。[S15]

这项比较不能直接用于认定スーパーバッグ经营低效。两家公司的产品结构、规模和比较期间不同。但它足以限制一种过于宽松的解释：不能把本公司的利润下降全部归因于全行业成本上涨。能否争取新订单、向现有客户多卖产品，以及及时实现提价，仍然是经营能力的差别。

4.2｜环保既带来替代，也减少袋子使用

电商和物流确实提供需求基础。经济产业省公布的 2024 年调查显示，日本 B2C 电商金额增长 5.1%，但总额包含服务，不能直接换算成纸袋市场规模。[S12]

零售端则有另一股力量。三越伊势丹推动减少纸袋和塑料袋，高岛屋也通过收费和可重复使用袋改变消费习惯。这些资料说明包装减量的方向，并不证明它们与スーパーバッグ存在特定订单关系。[S13]

因此，投资者应同时看两件事：材料替代能否给公司带来新产品，以及客户是否因此少买袋子。只看到“塑料转纸”，会漏掉总使用量减少和同行竞争。

05｜护城河判断

公司长期积累的印刷、加工和质量管理能力，有助于满足品牌客户对颜色、强度、外观及交付的要求。柔版印刷能力和食品包装相关认证可以降低客户试错成本，但它们证明的是制造能力，不直接证明公司能够持续获得高售价。[S11]

更有约束力的证据来自利润。纸制品销量及提价稍有不利，分部利润就明显下降；公司也承认进口产品竞争。研发支出约 1,600 万日元，现有资料没有支持依赖独占专利获取高回报的判断。[S01][S05]

公司披露快递包装生产效率较 2024 年 3 月提高 24%，这是积极进展。然而集团 ROIC 由 2024 财年的 10.2%降至 8.5%、再降至 7.0%。单项生产效率改善与集团资本效率下降可以同时发生：产品需求、售价、库存和新设备投入共同决定最终回报。[S05]

目前更适合将其优势理解为有用的生产和客户服务能力。只有这些能力在竞争中持续保住利润，并减少每单位销售需要占用的资本，才足以支持更强的护城河判断。

06｜财务质量与现金流

6.1｜净利润的变化，不能替代主营业务判断

合并指标，亿日元	2025 财年实际	2026 财年实际	2027 财年公司预测
收入	275.79	281.62	290.00
营业利润	9.01	7.58	9.20
归母净利润	9.76	8.00	7.10

2027 财年预测营业利润增长 21.3%，净利润却下降 11.3%，两者并不矛盾。2026 财年包含上海子公司清算时约 1.53 亿日元的外币折算调整转入收益；这不能当作每年重复获得的经营利润。更早的 2025 财年有效税率仅 5.80%，2026 财年则为 24.95%，因此两年的净利润不能简单代表正常盈利能力。[S01][S03][S06]

最新季度的经营压力更直接：毛利由 13.08 亿降至 12.56 亿，销售及管理费用由 11.58 亿增至 12.15 亿。少赚的毛利和增加的费用合计约 1.09 亿，基本解释营业利润由 1.50 亿降至 0.41 亿。运输保管费、工资和租金均有增加。同期归母净利润 0.88 亿还包含证券出售收益的影响，不能用它淡化主营业务下降。[S02]

6.2｜赚了 8 亿，为什么经营现金流仍为负？

2026 财年经营现金流为负 0.91 亿日元。现金流量表中，应付采购款减少 10.12 亿，库存增加 1.83 亿，另支付税款 3.15 亿。公司解释，缩短供应商付款期限是现金减少的重要背景。[S01][S04]

过去，货款晚一点付给供应商，公司便能暂时使用这笔钱。付款加快后，同样规模的销售需要自己提供更多资金。这与销售收不回来并非同一种问题，也不意味着每年都会重复流出 10.12 亿；但资金已经被占用，不能因为原因可能是一次性的，就把这笔钱直接加回可分配现金。

当年购买固定资产的现金支出为 5.48 亿日元。以经营现金流减去这项支出计算，自由现金流约负 6.39 亿。设备新增额 6.22 亿属于另一种统计口径，不能替换现金支付数。投资现金流还包含证券出售和存款变动，也不等于全部资本开支。[S01]

六月末库存进一步增至约 33.35 亿日元，较三月末增加约 4.94 亿；现金及存款由 16.19 亿降至 9.72 亿。第一季度没有完整现金流量表，不能从现金减少额反推经营现金流，也不能确认库存一定会在旺季全部释放。[S02]

6.3｜资产负债表改善了，但现金保护有限

六月末银行借款约 25.57 亿日元，扣除现金及存款后，净银行借款约 15.85 亿，另有约 1.93 亿租赁负债。自有资本比例 39.7%，比疫情期间明显改善，说明公司并非没有缓冲。[S01][S02]

不过，土地和有价证券不等于可以立即用于分红的现金。三月末抵押资产账面约 10.61 亿，其中土地 6.41 亿，对应担保借款 21.35 亿；六月末投资证券 14.63 亿也存在价格和处置条件。三月末尚有 15.50 亿未使用授信，但这只能说明当时的流动性余量，不能冒充十月的即时额度。[S01][S02]

研究依据：利润中的一次性因素·现金转化·资产保护的边界

07｜股东、董事与治理

福田産業持有约 44.6 万股，占扣除库存股后股份的 30.08%；按表决权计算为 30.4%，两个比例分母不同。王子控股持股 4.61%，前十大股东合计持股 53.52%。这是相对集中的股权结构。[S01][S08]

稳定的大股东可以支持长期投资，但也意味着少数股东很难仅依靠市场压力促使资本调整。公司披露与福田産業存在人员联系，同时说明没有相关借款、担保或经营交易。不能由此推断存在利益输送，也不能直接认定所有资本决策都已充分照顾小股东。

公司设有三名外部董事参与监督。2026 年 7 月向四名董事交付 2,722 股限制性股份，约相当于此前流通在外股份的 0.18%。这属于薪酬债权换股，增加参与利润分配的股份，但不是收到同额外部现金的融资。[S01][S10]

评价治理更有用的证据，是后续投资回报、政策性持股处置和分红是否兑现，而不是仅看制度名称或经营历史。

08｜资本政策

8.1｜设备更新需要先花钱，再证明回报

年度报告列出的手提袋生产设备更新及自动化项目，预计金额分别为 1.50 亿、0.80 亿和 0.44 亿日元，资金来源为借款。最新季度设备新增额 3.09 亿，折旧 0.80 亿，投入节奏明显高于当季折旧。[S01][S02]

公司原中期计划最终年度营业利润目标为 15.50 亿日元，当前全年预测为 9.20 亿，仅约原目标的 59%。对应营业利润率约 3.17%，仍低于原计划 5%。在 290 亿收入规模上，每提高 1 个百分点利润率，大致相当于增加 2.90 亿营业利润；反过来，小幅成本偏差也会显著影响股东能拿到的利润。[S03][S05]

8.2｜分红有吸引力，覆盖仍要看现金

全年每股分红预测 110 日元，以公司预测 EPS478.07 日元计算，派息比例约 23%。公司提出逐步向 30%派息比例靠近，但这是方向，不是下一期必然兑现的承诺。[S03][S09]

公司已削减政策性持股，2025 年 12 月披露持有品种由 34 个减至 20 个。处置可以释放资金，但不能每年无限重复；也不能在估值中一边保留证券净资产，一边再把全部出售所得额外加一遍。股东回报要同时考虑现金、设备需求和借款，而非单独看股息率。

09｜估值与安全边际

9.1｜便宜的分母是什么？

以 10 月 19 日收盘价 2,136 日元计算：[S01][S03][S16]

指标	计算依据	结果
公司预测 PE	全年预测 EPS478.07 日元	4.47 倍
PBR	2026 年 3 月末每股净资产 3,734.88 日元	0.57 倍
预测股息率	全年预测分红 110 日元	5.15%

这些倍数有吸引力，但分母并非同一日期的保证值。EPS 和分红是全年预测，净资产是三月实际数；七月股份报酬又使股数略有变化。没有把三月每股净资产冒充十月精确清算价值。

六月末扣除库存股后股份为 1,485,149 股，加上七月交付的 2,722 股，按已知变化推算为 1,487,871 股。用这个分母和 2,136 日元计算，股权市值约 31.78 亿日元。以下只是盈利敏感性，既不是新的公司预测，也没有赋予发生概率。

假设全年归母净利润	按上述股数计算的 EPS	现价对应 PE	假设 6 至 8 倍 PE 时的价格
4.00 亿日元	约 269 日元	约 7.95 倍	约 1,613 至 2,151 日元
5.50 亿日元	约 370 日元	约 5.78 倍	约 2,218 至 2,957 日元
7.10 亿日元	约 477 日元	约 4.48 倍	约 2,863 至 3,818 日元

最后一行与公司 EPS 略有差别，原因是这里统一使用七月交付后的推算股数。6 至 8 倍只是展示盈利与估值的共同影响，不能证明股票应当交易在这一范围。

9.2｜折价不是不会亏损的保证

如果盈利恢复且现金释放，较低价格可以放大股东回报；如果利润持续下滑，市场也可能给更低倍数。公司在 2021 和 2022 财年曾经亏损，不能因为目前有正盈利，就排除再次进入亏损的可能。[S01][S09]

低 PBR 提供的是继续研究资产效率的理由。抵押土地、工厂用途、证券价格和营运资金回收都影响最终价值。当前没有可靠证据支持把一倍净资产当作股价必然归宿，或把账面净资产视作坚硬的下行底线。

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 | 2023 年的恢复保住了一部分，2025 年的高位没有保住

长周期价格呈现多次上冲后回落。可比月线中，2005 年曾到 4,210 日元，2017 年到 3,960 日元，之后都明显回落。2021 年高点 2,310 日元，也未能阻止 2022 年跌至 738 日元。单次涨幅较大，在这只股票上并不足以证明长期状态已经改变。[S16]

2023 年价格升至 2,618 日元，此后的主要回落低点仍明显高于 2022 年底。这个恢复留下了实质成果。但 2025 年 10 月曾触及 2,999 日元，2026 年六月又回到 2,081 日元；三月至九月多数月末价格集中在约 2,170 至 2,290 日元。较高区域没有持续保留，价格重新回到过去反复出现的 2,000 至 2,300 日元附近。

历史最高价的资料口径存在差异：松井记录 2005 年的 4,210 日元，SBI 记录 1988 年的 4,520 日元。早期复权及覆盖范围尚未统一，因此这里把 2005 年作为已观察到的长期参考，不宣称它是经过完整核验的上市以来最高价。[S17]

10.2 | 回撤后的恢复，比 2024 年更弱

2024 年 6 月 4 日高点 2,827 日元，到 8 月 5 日低点 2,020 日元，跌幅的一半对应约 2,424 日元；8 月 9 日收盘已恢复到 2,558 日元。那次急跌后，价格较快收回一半失地。

2025 年 10 月高点 2,999 日元至 2026 年 6 月低点 2,081 日元，半程位置约 2,540 日元。截至 10 月 19 日，价格仍未回到这一水平。两次回撤的背景和持续时间不同，不能简单估计统一的恢复速度，但较近的一次缺少同样强的修复。[S16]

七月至八月初又出现一次反弹，8 月 7 日到 2,380 日元，随后回落至 2,130 日元附近。九月多个周末收盘仍在 2,160 至 2,190 日元一带，较高价格没有反复保留下来。这更接近旧区间重新吸收上涨，而非已经建立新的高位运行状态。

10.3｜波动收窄，还不能认定买盘增强

近期交易量偏少，最近 60 个交易日的成交量中位数约 1,500 股。10 月 16 日全天成交仅 1,000 股，10 月 19 日收盘 2,136 日元、成交 1,900 股。少量交易就可能影响报价，平静既可能意味着抛压减少，也可能只是参与不足。[S16]

当前技术判断是：相对 2022 年低位的恢复仍在，但向更高价格区间的迁移没有完成，近阶段反弹多次被吸收。更积极的证据应是连续保留 2,300 至 2,400 日元上方，并在向 2,500 至 2,800 日元恢复后经受回抽；如果持续回到 2,000 日元及 2025 年 1,905 日元低点之下，则此前恢复的意义会进一步削弱。这些是历史价格区域的观察条件，不是机械买卖指令。

10.4｜业绩消息后的价格，没有迅速回到原位

在独立观察价格之后，再看公告时序。2026 年 2 月 6 日业绩预期下调，下一交易日收盘由 2,804 日元降至 2,677 日元，之后三月继续走低。8 月 7 日收盘后公布一季度结果，下一交易日收盘由 2,380 日元降至 2,243 日元，8 月 13 日又降至 2,138 日元。[S02][S16][S18]

这些反应说明，至少在这些时段，负面经营信息之后没有很快出现足以恢复原价格水平的买盘。它们与主营利润压力方向一致，但不能证明公告是全部价格变化的唯一原因，更不能推断市场提前知道未披露信息。低预测 PE 尚未对应持续保留的更高价格区域。

研究依据：完整价格路径与限制

11｜风险与催化剂

最主要的风险是几项压力同时发生：零售袋需求下降，纸制品提价不够快，设备和库存继续占用资金。这样一来，盈利预测可能下修，借款或资产处置需求增加，分红弹性也会减小。

公司并非没有修复办法。价格调整、自动化、产品组合改善、库存回收和政策性持股出售，都有现实依据。但一次证券出售能够提供现金，不代表主营业务已经修复；设备产能提高，也要有足够订单和利润才能提高回报。

更有价值的催化剂是可验证的经营结果：纸制品利润率回升，库存不再持续增加，经营现金在扣除投资后能够覆盖分红。相反，如果这些措施推进后利润和现金仍恶化，当前低估值的解释就应转向持续经营压力，而非等待自然重估。

12｜进一步发现：两种改善，都不一定先惠及股东

12.1｜供应商处境改善，买方现金可能先减少

缩短付款期限，对供应商是改善；对スーパーバッグ，则意味着原先不用自己提供的一部分营运资金，需要由现金或借款补上。于是，自有资本比例改善和现金减少可以同时成立，并不互相矛盾。[S01][S04][S14]

这个区别改变了看待负现金流的方法。不能直接把它全部认定为永久经营恶化，也不能因为具有制度转换因素就忽略它。真正需要验证的是：完成资金占用调整后，公司的持续盈利是否足够承担新的资金结构。

12.2｜产品更环保，也不保证资本回报更高

快递纸袋增长、零售袋减量、工厂更新可以同时发生。新产品增加销售，旧产品减少销量，设备投入又先增加资本需求；只有新增利润超过这些成本和资金要求，股东才获得更高回报。

公司披露的生产效率改善与集团 ROIC 下降正好提醒投资者：判断转型，应追到现金和资本回报，不能停在某个产品增速。零售端的减量政策和同行的竞争，进一步限制了简单的“纸替塑受益”叙事。[S05][S13][S15]

13｜下一次值得跟踪什么

待回答的问题	更有用的证据	对判断的影响
纸制品提价是否补上成本？	分部利润、价格与销量分拆、折旧变化	利润率持续恢复可提高盈利判断；单纯涨收入不够。
现金减少有多少属于一次性付款调整？	中期经营现金流、应付款与库存变化	调整后现金覆盖投资和分红，才支持股东回报改善。
快递产品增长究竟赚多少钱？	产品利润贡献、设备利用率及新增投资回报	如果只是低利润规模增长，转型价值应降低。
资本处置与分红是否兑现？	政策性持股出售、实际分红、债务与股数	区分一次性释放资金与持续经营分配能力。
更高价格能否稳定保留？	完整周月线、回抽及成交参与	单次反弹不能替代持续恢复；失守旧低区则削弱结构。

主要供应商集中度、具体调价合同、精确正常盈利和早期股价复权口径仍未充分明确。没有用行业均值填补这些缺口，也没有根据缺失信息推断公司一定存在问题。

14｜Kabugami Score 评分卡

V3.2：52.70／100，评级 C。行动：观察，等待纸制品利润率与经营现金流改善。

模块	权重	得分贡献	判断依据
财务韧性与下行防御	13	6.50	净资产和融资资源提供缓冲，净借款及抵押约束限制资产保护。
竞争优势与结构耐久性	14	6.30	制造经验和质量能力有用，强定价权及高转换成本证据不足。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	7.65	利润率与 ROIC 走弱，现金占用较大；一次性付款调整不能当作永久恶化，也不能直接加回现金。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.05	需求和客户较分散，快递产品增长，仍受零售减量和采购成本影响。
估值与安全边际	15	12.00	预测 PE 和 PBR 较低，股息率有吸引力；正常盈利不确定，账面资产不是硬底。
资本配置与股东回报	10	5.50	有设备更新、持股处置与分红方向，实际投资回报和现金覆盖仍待证明。
治理、所有权与管理层	7	3.50	大股东稳定与外部监督

			并存，少数股东受益仍需资本决策验证。
Kabugami 技术结构	13	5.20	2023 年恢复部分保留，但 2025 年高位迁移失败，近期反弹被旧区间吸收。
合计	100	52.70	便宜值得研究，持续经营与现金修复尚未确立。

得分贡献已按权重折算。分数不是上涨概率；估值吸引力、证据充分程度与技术强弱是不同判断。本报告研究与技术置信度均为中等。

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。

财务数据主要为合并口径，亿日元由原始百万日元数换算并四舍五入。第一季度同比百分比采用公司披露值，不能用已取整的利润数重建更高精度。预测、情景与实际数据分别标明；情景价格不是目标价或概率预测。股价采用东京交易日期，10 月 19 日为已结束交易日，十月月线仍未完成。

- S01｜2026 财年有价证券报告，正式日英名称、业务及审计财务 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_yuho_20260625_89.pdf)
- S02｜2027 财年第一季度决算，2026 年 8 月 7 日 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/tanshin_20260807_01.pdf)
- S03｜2026 财年决算及新年度预测 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/tanshin_20260515_04.pdf)
- S04｜2026 年 5 月 29 日年度补充说明 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_supplemental_q4_20260529.pdf)
- S05｜中期计划进展 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/plan2024-2026_progress2025.pdf)
- S06｜清算收益与预测修正 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_20260511-2.pdf)；S07｜上海子公司清算完成 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_20260323-1.pdf)
- S08｜主要关联股东事项 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_20260630-1.pdf)
- S09｜资本成本与股东回报措施，2025 年 12 月 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_20251216-1.pdf)
- S10｜限制性股份交付完成 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_20260717-1.pdf)及具体条款 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_20260626-2.pdf)
- S11｜质量管理 (https://www.superbag.co.jp/corporate/quality/)及柔版印刷能力 (https://www.superbag.co.jp/solution/flexographicprinting/)
- S12｜经济产业省 2024 年电商调查，2025 年公布 (https://www.meti.go.jp/press/2025/08/20250826005/20250826005.html)

- S13｜三越伊势丹减量与循环措施 (https://www.imhds.co.jp/corporate/sustainability/environment/recycling-society.html)及高岛屋购物袋政策 (https://www.takashimaya.co.jp/store/special/ecobag/)
- S14｜公平交易委员会付款制度背景 (https://www.jftc.go.jp/toriteki_2025/)
- S15｜THE PACK 2026 年上半年说明资料 (https://www.thepack.co.jp/dcms_media/other/2026.08.31.pdf)
- S16｜Yahoo 逐日行情 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3945.T/history)；研究使用同服务的历史 OHLCV，并按东京日期整理周月结构。
- S17｜松井历史价格参考 (https://finance.matsui.co.jp/stock/3945/index)及 SBI 历史价格参考 (https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETsiR001Control/WPLETsiR001Ilst10/getDetailOfStockPriceJP?stock_sec_code_mul=3945)
- S18｜公司决算索引 (https://www.superbag.co.jp/ir/results/)及最新披露索引 (https://www.superbag.co.jp/ir/news/)

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。小成交量可能使交易价格与分析区间出现明显差异；情景分析不能替代损失承受能力判断。

研究发现与证据索引

经营基础｜重复包装需求需要资本支持。
纸制品、化学制品和配套销售服务分散客户；工厂、库存和应收款使收入不等于可分配现金。台湾少数权益和泰国权益法收入须分别理解。
证据：年度报告 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_yuho_20260625_89.pdf)。回到正文：商业模式、产品结构。

主营压力｜毛利减少与费用增加共同压缩利润。
季度毛利减少约 0.52 亿、销售管理费用增加约 0.57 亿，纸制品与化学制品方向不同。量价分拆未披露，不能把收入变化全部归因于销量。
股东含义：利润修复需要真实价格和成本改善。证据：季度财报 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/tanshin_20260807_01.pdf)。回到正文：投资问题、财务质量。

盈利分层｜清算和税率影响不能当作持续利润。
上海清算产生约 1.53 亿日元折算收益，早年低税率也影响净利润比较；全年预测营业利润增加而净利润减少并不矛盾。
证据：修正公告 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_20260511-2.pdf)。回到正文：利润分解、估值分母。

现金机制｜供应商信用减少，需要公司补资金。
年度应付采购款减少 10.12 亿，经营现金流负 0.91 亿；扣除现金资本开支后约负 6.39 亿。付款调整不必每年重复，但不能直接视作可分配现金加回。
证据：现金流量表 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_yuho_20260625_89.pdf)、公司解释 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_supplemental_q4_20260529.pdf)。回到正文：现金分析、机制发现。

下行保护｜净资产不等于自由现金。
六月净银行借款约 15.85 亿，抵押和资产用途限制变现；权益法利润不是母公司现金。
证据：六月资产负债表 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/tanshin_20260807_01.pdf)、抵押及投资说明 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_yuho_20260625_89.pdf)。回到正文：财务韧性、安全边际。

转型检验｜产品和生产效率增长尚未成为更高 ROIC。
快递产品增长和效率改善有披露，集团 ROIC 却降至 7%；新增设备先占用资金。
证据：计划进展 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/plan2024-2026_progress2025.pdf)。回到正文：竞争能力、资本投入。

外部反证｜行业成本上涨并不必然导致利润下降。
THE PACK 最新上半年收入和营业利润均增长，规模和产品差异限制直接比较，但不能忽略其客户扩张能力。零售减袋政策同时约束纸袋总量。
证据：同行说明 (https://www.thepack.co.jp/dcms_media/other/2026.08.31.pdf)、零售减量 (https://www.imhds.co.jp/corporate/sustainability/environment/recycling-society.html)。回到正文：竞争与需求。

股东回报｜分红方向与现金覆盖需要分开。
预测分红 110 日元，逐步提高派息比例的方向明确；限制性股份交付带来少量稀释，政策性持股处置不可无限重复。
证据：资本政策 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_20251216-1.pdf)、股份交付 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_20260717-1.pdf)。回到正文：治理、资本政策。

估值条件｜低 PE 依赖持续盈利。
2,136 日元对应公司预测 PE 约 4.47 倍；盈利敏感性采用明确股数和假设，没有将情景视为目标价。账面净资产不能直接视作股价底线。
证据：年度预测 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/tanshin_20260515_04.pdf)。回到正文：估值假设、评分。

交叉发现｜付款公平和环保转型均有资本代价。
供应商更快收款降低买方可用信用；纸替塑与零售减量并存，新增生产投资又占用资金。股东受益必须追到现金和资本回报。
证据：资金变化 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/ir_supplemental_q4_20260529.pdf)、产品与回报 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/plan2024-2026_progress2025.pdf)。回到正文：进一步发现。

判断边界｜修复措施必须兑现为结果。
价格调整、自动化和资产处置提供修复路径；持续量利下滑及资金占用会削弱它。产品盈利、库存释放和供应商依赖尚有未知。
证据：经营状态 (https://www.superbag.co.jp/ir/files/tanshin_20260807_01.pdf)。回到正文：风险与催化剂、下一次证据。

价格状态｜较低基底改善，较高区间尚未成立。
2023 年恢复留下部分成果；2025 年 2,999 日元高位未能保留，近期反弹回到旧区间。回撤恢复较 2024 年弱、成交薄，早期历史最高价口径有差异。公告后反应作为时序对照，不替代纯价格判断。
证据：实际行情 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3945.T/history)、历史参考 (https://finance.matsui.co.jp/stock/3945/index)。回到正文：完整技术分析、技术评分。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 5291 --

<!-- KBG_OWNER_CHART_OWNER_EXPLICIT: 5291|3945 --

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。