8089 ナイス株式会社（Nice Corporation）

Kabugami V3.2 53.45/100 · C

这家公司是做什么的

公司批发建材、加工木材，开发销售住宅，并经营住宅管理、翻新转售及生活相关服务。

最近亮点

国产木材供应与存量住宅业务扩大，公司提出逐年增配计划，并在8月收购山大。

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	1ea16cbb4121689003029c0efa74d578eaee43bf
评分版本	V3.2
发布源 SHA	c259804413e0e36ecfe6a34b7f9cca6c00630d0d
交付代码版本 SHA	5a279f1944e91a62664276eb25c2f37b2928d1b8
交付运行时指纹	8ad6add905f0ed97ee2d0274d1727e0901472aca6d27f97b74f3e2b3d8e42a36

先看研究要点

为什么值得研究	全国采购与物流网络具备实用价值，客户较分散，估值较低，分红政策明确。
最需要担心什么	建材利润承压，房地产库存和借款增加，连续两年经营现金流为负，新收购业务仍需扭亏。
Kabugami 现在怎么看	低估值和增配计划有吸引力，但增长还没有稳定转化为普通股东可享有的现金。

01｜投资问题与当前结论

ナイス正在减少对新建住宅的单一依赖，向国产木材、非住宅木结构、二手住宅翻新转售及物业管理扩展。真正需要回答的是：这些业务能否提高资本回报、加快现金回收，从而支持逐年增配？如果收入增长主要靠更大的库存、更多收购和更多借款，低估值可能持续很久。

最新季度体现了这种矛盾。建材业务收入增长 5.7%，营业利润却下降 47.4%；住宅交付增加支撑了集团利润，但二手住宅交付及签约户数同比下降，已完工待售二手住宅账面金额则由 16.23 亿升至 33.09 亿日元。研究发现研究发现

以 10 月 16 日已完成交易日收盘价 1,897 日元计算，公司预测市盈率约 6.91 倍、市净率约 0.37 倍，预测股息率约 4.16%。价格要求不高，但估值修复仍需要现金和资本回报的证明。本次取到的 10 月 19 日报价为 10:53 的 1,909 日元，不能冒充当日收盘价。研究发现

02｜公司本质与商业模式

公司以木材及建材流通起家，连接制造商、施工企业和最终住宅需求。全国采购、仓储、加工与配送网络让客户能够集中采购一栋住宅所需的材料，减少多方协调和交付困难。公司披露约 4,000 家法人销售客户、约 600 家木材供应商，以及约 4,000 家建材和住宅设备供应商；其物流据点、木材市场和制造据点分别为 31、13 和 13 处。[S01][S05]

这套网络有现实价值，尤其在采购紧张或客户需要稳定交付时。但批发业务的利润差额很薄，物流、人力、采购及设备成本稍有变化，就会影响利润。规模不能替代议价能力。

住宅开发、二手住宅转售和物业管理的经济特征也不同。开发与转售需要先投入土地、房屋和改造资金，交付后才收回；物业管理、软件及有线电视则提供一定重复收入。公司披露的“管理及其他”还包括整栋收益物业出售，不能全部视为稳定管理费。住宅网站约 80 万注册联系人也不等于 80 万持续付费客户。研究发现

03｜业务进展、客户与合作关系

3.1｜主业增收与增利并不同步

以下金额为百万日元，最新季度指 2026 年 4 月至 6 月。[S01–S03]

业务	2026 年 3 月期收入	年度营业利润	最新季度收入	最新季度营业利润／上年同期
建筑资材	193,532	1,747	49,947	284／540
住宅	54,931	3,892	10,728	491／341
其他	10,690	1,352	2,058	185／104

建材占全年收入约 74.7%，但年度利润下降 22.6%。当季售价、客户拓展及并购帮助收入增长，物流、制造折旧、系统修改和并购相关费用等则挤压利润，不能把全部成本统一剔除为一次性。住宅交付的季节分布很强，也不能将第一季度利润简单乘四。

3.2｜国产木材与二手住宅确实在扩大

国产木材供应量由 2024 年 3 月期的 42.5 万立方米增至 2025 年的 45.0 万、2026 年的 51.3 万，目标为 2030 年的 75 万。二手公寓转售全年交付从 120 户、152 户增至 194 户，2030 年目标 500 户。规模增加是事实，资本回报还需另行检验。[S04][S05]

最新季度，新建公寓交付 59 户，上年同期 20 户，推动收入确认；但新签约 26 户，低于上年的 33 户，期末新建公寓合同储备 73 户，低于上年的 153 户。二手公寓交付 23 户、签约 40 户，也低于上年同期 34 户和 43 户。集团相关住宅总合同储备为 257 户，上年同期 326 户。库存增加是否能转成下一阶段的利润，不能只看当季交付。研究发现

3.3｜两家“山田”相关企业必须分清

股东ヤマダホールディングス是家电及住宅集团，公司在 2021 年通过向其发行 210 万股融资约 39.21 亿日元，双方围绕住宅材料采购和物流合作。2026 年收购的山大（原代码 7426）则是另一家木材、预切加工和建材企业。[S06][S09]

ナイス在 8 月取得山大 63.36%的表决权，对价约 3.21 亿日元，10 月综合报告确认了收购。山大上一年度收入 41.02 亿、营业亏损 2.87 亿、净亏损 2.81 亿日元。这笔收购增强国产木材供应和加工能力，同时带来扭亏任务，不能直接当作利润增厚。现有资料也不足以确认后续全资化已经完成。研究发现

公司与飛島建設的木结构工程合作、与大倉工業相关的国产集成材供应，也提供业务机会；合作伙伴的全部产能和利润不属于ナイス普通股东。

04｜行业环境与竞争位置

国内新建住宅长期受到人口、负担能力和施工资源约束，存量住宅及非住宅领域因此重要。但市场扩展不是自动增长。国土交通省 9 月 30 日发布的 8 月数据中，新设住宅开工同比增加 6.1%，季节调整后的年率环比却下降 2.7%；非住宅中办公楼与商店、工厂、仓库的方向也不一致。单月同比反弹不足以证明整个周期反转。[S10]

同行ジャパン建材 2026 年 3 月期收入 2,818.89 亿、营业利润 45.58 亿日元，营业利润率约 1.62%；ナイス建材分部约 0.90%。两者业务边界和集团资金安排不同，不能机械比较资本回报或直接套用估值，但这一对照说明全国网络并非独有，ナイス尚未显示明显的利润率优势。[S11]

原材料、海外零部件、物流及施工人工的成本和供应风险仍会传导过来。国产木材占比扩大能够降低部分依赖，却不能消除住宅设备、化工原料和能源的风险。公司 5 月预测明确保留了难以量化的中东局势影响，不能假设所有成本扰动都已充分纳入预算。研究发现

05｜竞争优势及其边界

公司的优势来自采购和配送协调、木材加工知识、施工方案，以及长期客户关系。Gywood、ObiRED 和 PowerBuild 工法等产品和技术，为木材用途及工程方案提供差异化。年度报告的研发费用章节记为“不适用”，并不意味着公司没有技术活动；10 月综合报告明确介绍了研发中心和相关产品。[S01][S05]

目前仍缺少产品独立利润率、客户留存和相对定价的数据，无法把这些能力提升为强大的持续提价能力。建材分部利润下滑，正是需要保留的反面证据。

网络也需要维护。公司过去发生过系统开发损失，2025 年 3 月期相关损失 4.55 亿日元，包括软件减值及其他费用。新的 IT 投入有望改善效率，但不能预先当作已经兑现的成本节省。施工质量、保障义务、专业人员和合规要求，则是持续经营不可省略的投入。研究发现

06｜利润、现金与资产负债表

6.1｜集团增长主要来自哪里

2026 年 3 月期收入 2,591.54 亿、营业利润 53.22 亿、归母净利润 25.86 亿日元，分别同比增长 6.6%、15.0%和下降 9.9%。营业利润增加 6.94 亿，其中其他业务贡献的增量为 7.35 亿；建材减少 5.10 亿，住宅增加 3.10 亿，公司费用变化贡献约 1.59 亿。这不是各项核心业务同时改善的局面。[S01]研究发现

最新季度营业利润 4.43 亿，基本持平，归母净利润却由 3.02 亿降至 1.47 亿。税前利润由 5.52 亿降至 4.82 亿，税费由 2.13 亿增至 3.08 亿，有效税率约 63.9%。年度税率 38.3%也高于通常假设，其中包括商誉摊销不可税前扣除等因素。现有季度披露不足以完整解释高税率，不能直接将其全部恢复为 30%并宣布利润反弹。[S01][S02]

6.2｜库存投入正在消耗现金

项目，百万日元	2025 年 3 月期	2026 年 3 月期
经营现金流	-4,931	-3,202
库存变动对现金流影响	-7,023	-7,868
2026 年购置有形固定资产现金支出	—	3,693
2026 年经营现金流减上述支出	—	-6,895

连续两年经营现金流为负，最新完整年度还受到应付账款减少 26.99 亿日元的影响。减去有形资产现金支出后为负 68.95 亿，尚未包含全部无形资产及并购等用途。年度设备投资统计 23.70 亿与现金支出 36.93 亿口径不同，不能替换使用。季度没有现金流量表，本报告不据资产负债表变化伪造季度经营现金流。研究发现

6 月房地产库存 375.93 亿，比 3 月增加 67.90 亿，涉及已完工物业、在建物业和开发土地。其中二手住宅已完工库存 33.09 亿，约为 3 月 16.23 亿的两倍；二手住宅库存合计 80.25 亿。公司将其作为扩大采购，但交付及签约同比下降，也提供了另一种解释：现金回收时间可能延长。公开资料缺少账龄、项目毛利和预售现金明细，不能判定这些库存已滞销或必然减值。研究发现

6.3｜借款、担保与普通股东权益

6 月借款 514.93 亿、现金存款 218.13 亿，简单相减为 296.80 亿净借款，3 月同口径为 225.68 亿。这个计算仍没有包含全部资金义务：3 月借款 439.90 亿，但包括租赁、员工存款和收取保证金等在内的有息负债合计 495.73 亿日元。[S01][S02]

3 月抵押资产 453.96 亿，对应担保债务 395.81 亿；客户住房贷款抵押登记完成前的过桥担保 42.38 亿。退休福利在不同实体分别列有资产和负债，合并净额为资产 8.88 亿，也不能当成随时可分配的现金。研究发现

6 月净资产 657.61 亿，其中 57.51 亿属于少数股东，归属母公司的权益 600.10 亿，权益比率 32.8%。权益增加还包括证券评价等其他综合收益，不能全部理解为新赚到的利润。资产和银行关系仍提供缓冲，目前没有依据宣布流动性危机，但融资空间并非无限。

07｜股权、管理层与治理

3 月末，ヤマダホールディングス持股 17.15%，GIKEN ホールディングス持股 16.67%。第三大股东信托 E 口持股 5.14%，属于员工持股信托，不能误认成外部机构增持。前十大股东还包括银行、员工持股会和产业伙伴，持股合计约 58.59%。GIKEN 的后续意图缺少足够依据，本报告不预设收购或股东行动。[S01]

公司在 2019 年发生财务披露事件，随后调整管理及监督体系，特别注意市场指定于 2020 年解除。当前年度的内部控制报告认定控制有效，审计机构也对该评价出具支持意见。历史应保留，但不能由此推断当前仍在进行财务造假。津戸裕徳于 2024 年出任社长，现阶段需要用现金纪律和投资回报检验新管理层。[S01][S09]

5 月董事会提出更新大量收购应对方案，并明确当时没有收到收购接洽。该公告以股东大会批准为条件；本次未独立确认后续批准执行，因此不把提案写成已经启动的防御行动，也不把它当作现实收购催化剂。[S12]研究发现

08｜资本配置与股东回报

公司采用排除特别股息后的渐进分红政策，计划每年增加 7 日元，至 2030 年 3 月期达到 100 日元。本年度预计 79 日元，包括中期 31、期末 48，上一年度 72 日元，再上一年度 65 日元。这是明确的回报方向，而非泛泛的“考虑提高分红”；兑现能力仍取决于现金回收。[S05]

回购也需要看后续用途。2 月公司实际回购 317,500 股，金额约 6.54 亿日元，但随后向员工持股信托转让 629,800 股，并没有注销。信托相关借款约 12.71 亿，相关安排也有公司担保。7 月另发行董事及管理人员限制性股票 24,700 股，9 月员工股票发行完成 36,830 股，合计 61,530 股，约相当于 6 月发行股数的 0.5%。因此不能把账面回购支出完整地解释成永久减少流通股数。研究发现

五年资金计划也值得细读：2025 年至 2030 年的成长投入至少 120 亿、新事业投入至少 145 亿、股东回报至少 50 亿，合计至少 315 亿；资金来源包括至少 230 亿现金创造及至少 85 亿外部融资。IT、设备、人才、并购和研发都在争夺资金，该计划本来就不是完全依靠内部现金。[S05]

公司披露 ROIC 约 3.6%，高于估计 WACC 约 2.7%；同时 ROE 仅 4.5%，低于股权成本 5%—6%。这两组比较可以同时成立。经营资本存在正利差，并不等于普通股东已获得足够回报。2030 年 ROE 超过 6%、其后超过 8%的方向，以及新增投资 5%的门槛，都需靠经营实现。研究发现

09｜估值、安全边际与正常盈利

以 10 月 16 日收盘价 1,897 日元和公司最新预测 EPS274.49 日元计算，市盈率约 6.91 倍；以 6 月每股净资产 5,154.58 日元计算，市净率约 0.368 倍；79 日元预测股息对应 4.16%。6 月之后的小规模发行尚未完全反映在该期每股净资产中，因此市净率是近似参照。[S02][S07][S08][S13]

低市净率不意味着每股账面资产可以无损变现。出租物业账面与披露公允价值均为 53.15 亿日元，没有当期披露的巨大隐含溢价；重估土地的公允价值与账面差额约 2.70 亿。大量土地服务于木材市场、物流或经营用途，上一年度还计提土地减值约 5.84 亿日元。[S01]

政策持股中，上市股票账面约 60.09 亿、非上市约 4.34 亿；年度出售金额分别只有 0.27 亿和 0.10 亿。它们可以提供有条件的资金来源，但不能假设立即全部卖出、免税并分给股东。研究发现

正常盈利不宜直接采用季度年化。作为条件分析，若营业利润 45 亿—57 亿、净营业外损益为负 5 亿至零、税率 30%—40%、少数股东利润 2 亿—4 亿，则归母净利润约 20 亿—38 亿日元。用约 1,166 万股粗略计算，EPS 约 171—326 日元，对应市盈率约 5.8—11.1 倍。这是研究假设区间，不是公司预测，也不是估值目标。若库存折价或高税率持续，盈利可以低于该范围。研究发现

低价格确实提供一定容错，但仍需通过库存周转、资本回报和实际分红兑现，而不是仅靠账面折价。

10 | 长期价格结构与当前状态



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。

可取得的年线覆盖 1962 年至今。长期走势经历过多次大幅上涨和深度回落：早期低位重建后，1970 年代和 1980 年代持续扩张，1989 年形成极高峰值；其后 1990 年代多次反弹未能恢复旧有组织。2000 年前后、2005—2006 年及 2012—2013 年的向上阶段，也随后被明显回落吸收。历史说明，这只股票不能仅凭一次越过旧高就认定进入持久上升状态。[S13]

2019 年低点 515 日元和 2020 年低点 734 日元之后，多年价格基础有所抬高。2021 年高点 2,170 日元、2024 年高点 2,048 日元仍未稳定保住；2025 年收在 1,935 日元，表明底部改善与上方反复受阻同时存在。

2026 年 2 月收至 2,232 日元，3 月曾升至 2,454 日元，但当月回落到 2,083，4 月 1,933、5 月 1,853。夏季反弹至 8 月 1,998，9 月又回到 1,922，10 月 16 日收 1,897。春季向上扩展没有形成持久的新价格区域；夏季恢复则尚未证明有充分参与和承接。

短周期成交偏稀疏，10 月 16 日所在周成交约 5,900 股。9 月底有放量下跌，但中期股息除权可能影响原始价格变化，不能只凭某一天就判定机构集中抛售。2026 年全年、10 月及 10 月 19 日所见数据均未全部完成，早期缺失成交量也不能当成实际零成交。

纯价格结论为混合状态：2019 年以来的基础有所改善，但最近一次上行未站稳，目前没有清晰的新趋势优势，也没有足够证据认定彻底失守。长期结构判断的把握高于短线判断。

再与经营信息对照：3 月高点和其后的回落早于 5 月年度业绩及 6 月收购公告，不能将价格变化倒推为对尚未公布信息的反应。8 月收购落实及最新业绩披露也没有带来持续的价格扩展。价格与经营均保留“改善尚待验证”的状态，二者没有相互证明未来必然上涨。研究发现

11｜风险、催化因素与修复能力

最重要的风险是销售和现金回收跟不上库存、产能及收购投入。材料成本和利率上升会进一步压低利润，而住宅去库存可能需要让价。仅作敏感性说明：若 6 月房地产库存 375.93 亿发生 5%的价值折减，税前影响约 18.80 亿日元；这不是已经发生的损失，也不是概率预测。[S01–S03]

公司可以放缓采购和投资、出售部分资产与政策持股、改善物流及销售效率。这些措施提供修复路径，但处置折价、税费和银行续贷条件会影响普通股东最终得到多少。若持续现金占用与融资受阻相互强化，或出现重大质量及控制问题，投资逻辑将显著受损。研究发现研究发现

正面的催化因素应是可核验的经营变化：建材利润率恢复、已完工二手住宅消化、库存与借款下降而利润保持、山大改善，以及股息实际兑现。施工人员、建筑和物流合规、供应链中断与 IT 执行风险则会影响兑现速度。收购公告、增配目标或单月住宅数据本身不足以替代这些结果。研究发现

12｜本次研究最有价值的认识

公司的增长故事要拆成“销量”“利润”和“钱回来”三个问题。全年其他业务的利润增量超过集团增量；最新季度新建公寓交付增加，签约与储备却减少；二手住宅已完工库存翻倍，交付和签约又同比下降。这些事实并不证明增长失败，却解释了为什么收入增长和低市盈率还不足以构成高确信判断。研究发现研究发现

资本回报同样有两层：ROIC 高于 WACC 说明经营投入并非毫无价值，ROE 低于股权成本则说明普通股东仍未得到足够回报。渐进增配是改善的方向，但信托安排中的回购、外部融资和新股发行都必须一起看。最终应观察的是股东每股权益和可分配现金是否持续增加。研究发现研究发现

13｜后续验证与推翻条件

待验证问题	为什么会改变判断	下一步需要看到的证据
二手住宅库存是正常扩张还是周转放缓？	若很快以合理毛利成交，现金压力可能缓解；反之需折价或更长融资	半年度库存账龄、交付、签约、毛利与现金变化
第一季度 63.9%税率包含哪些项	一次性与持续性部分决定正常归	中期税率调节和特殊项目说明

目？	母盈利	
新木材能力和山大能否赚到足够回报？	供应能力增加并不等于并购增厚	收购后利润、现金、资本投入及整合结果
可动用资金及全部资金义务是多少？	决定分红与扩张是否需要继续增加借款	更新的借款、保证金、租赁、抵押与可用授信说明
股权及防御安排是否出现实质变化？	会影响资本纪律，但目前不能预设股东行动	股东公告、股东大会及持股变动原文
产品与服务是否有更强的留存和定价？	决定利润改善能否持久	产品利润、客户续约及相对价格数据

若库存和借款持续增长、建材利润率仍不恢复、并购持续亏损，或增配长期依赖新增外部资金，当前“低估值但可修复”的判断应下调。反之，库存与借款下降、利润稳定、ROE 持续超过股权成本，将构成更有力的正面证据。尚未披露的事实不自动按最坏情形处理。

14｜Kabugami Score V3.2

模块	权重	得分	判断依据
财务韧性与下行防御	13	5.85	资产与权益提供缓冲，借款、抵押和现金占用限制空间
竞争优势与结构耐久性	14	7.70	全国网络有价值，尚未体现强持续议价能力
盈利质量、现金转化与资本效率	17	6.80	连续两年经营现金为负，主业利润和股权回报偏弱
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.60	客户及服务较分散，房地产和新收购仍有周期与整合风险
估值与安全边际	15	10.50	价格要求较低，但账面价值不能直接当作现金底线
资本配置与股东回报	10	6.00	渐进增配清楚，资金需求及股权安排仍需共同观察
治理、所有权与管理层	7	3.50	控制修复有证据，战略股东及政策持股限制催化确定性
Kabugami 技术结构	13	6.50	多年基础改善与春季上行失败并存
合计	100	53.45／C	低估值有吸引力，现金与资本回报尚待确认

评分衡量整体研究判断，并不替代具体买卖决定。研究置信度为中等；短期技术判断受稀疏成交和未完成数据影响。

15｜来源与研究发现

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。

主要来源

- S01：第 77 期有价证券报告书 (https://www.nice.co.jp/uploads/77th.pdf)，截至 2026 年 3 月 31 日。
- S02：2027 年 3 月期第一季度决算 (https://www.nice.co.jp/uploads/2026_08_07_03.pdf)，2026-08-07。
- S03：第一季度补充说明 (https://www.nice.co.jp/uploads/2026_08_07_02.pdf)，2026-08-07。
- S04：年度决算说明会 (https://www.nice.co.jp/uploads/ses_202605.pdf)，2026 年 5 月。
- S05：Nice Group Report 2026 (https://www.nice.co.jp/uploads/report_2026.pdf)，2026-10-01。
- S06：山大公开收购结果及子公司变动 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260804/20260804508008.pdf)，2026-08-04。
- S07：员工股票发行完成 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260918/20260917538221.pdf)，2026-09-18。
- S08：董事股票发行完成 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260717/20260717596146.pdf)、管理人员股票发行完成 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260717/20260717596143.pdf)，2026-07-17。
- S09：与ヤマダホールディングス资本业务合作 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80890/140120210715467976.pdf)，2021 年 7 月，历史合作依据；当前持股采用 S01。
- S10：国土交通省 2026 年 8 月建筑开工统计 (https://www.mlit.go.jp/report/press/joho04_hh_001395.html)，2026-09-30。
- S11：ジャパン建材 2026 年 3 月期公告 (https://www.jkenzai.co.jp/pdf/ir/20260601.pdf)，同行原始披露。
- S12：大量收购应对方案更新提案 (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260514/20260513530227.pdf)，2026-05-14。
- S13：株探年度价格序列 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=8089&ashi=yer)、月线 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=8089&ashi=mon)、周线 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=8089&ashi=wek)、Yahoo 价格记录 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8089.T/history)。价格基准为 2026-10-16 已完成收盘；10 月 19 日所见为盘中数据。

研究发现与正文互查

F01｜流通网络与业务现金特征。 广泛的供应、客户及物流网络有实用价值，但住宅开发先占资金，管理及其他还包含物业出售；不能把整个组合当成轻资产重复收费。依据 S01、S05。客户留存及独立服务利润仍不充分。返回公司本质

F02｜增收没有普遍转成增利。 年度其他业务利润增量 7.35 亿超过集团 6.94 亿，最新季度建材利润接近腰斩；季度高税率又放大净利润下降。依据 S01—S03。交付季节性和税率解释尚待后续披露，不采用季度年化。返回财务

F03｜库存与销售进度出现分化。 二手住宅已完工库存从 16.23 亿升至 33.09 亿，同时季度交付和签约同比下降；新建公寓交付增加而合同储备下降。依据 S03。既可能是为后续增长采购，也可能延长现金周期，缺少账龄与毛利不能断定滞销。返回业务返回现金

F04｜现金缺口不能被会计利润掩盖。 两年经营现金流为负，2026 年经营现金减有形资产现金支出为负 68.95 亿日元，未包括全部其他投资用途。依据 S01。设备投资统计与现金支出口径不同，季度现金流未披露。返回现金

F05｜净借款只是义务的一部分。 6 月简单净借款 296.80 亿；3 月还有租赁、员工存款、保证金、抵押及担保。净资产含少数股东，退休福利资产也不是自由现金。依据 S01、S02。权益和资产提供缓冲，不能由融资负担直接推断危机。返回资产负债表返回风险

F06｜低市净率缺少可直接兑现的现金底线。 出租物业公允价值与账面同为 53.15 亿，土地存在减值，政策持股实际出售规模有限。依据 S01。资产可提供修复选项，但变现时间、税费和经营需要限制价值归属。返回估值

F07｜增配与回购应分别评价。 每年增配 7 日元至 2030 年 100 日元的计划清楚；实际回购后有员工信托转让及信托借款，并非注销，7 月和 9 月另有 61,530 股发行。依据 S01、S05、S07、S08。回报方向值得肯定，永久每股增厚不能由回购金额单独推导。返回资本配置

F08｜治理修复与持股结构同时保留。 当前内部控制有效的审计证据，不应被 2019 年历史事件抹去；战略股东、员工信托及政策持股仍影响资本纪律。依据 S01、S09、S12。未证实 GIKEN 行动或防御提案的后续执行。返回治理

F09｜山大收购增加能力，也增加扭亏任务。 63.36%收购对价约 3.21 亿，标的上一年度营业亏损 2.87 亿。依据 S05、S06。山大与股东ヤマダ HD 是不同企业，未证实后续全资化或利润增厚。返回合作与收购

F10｜价格便宜与质量确认是两个判断。 以 10 月 16 日 1,897 日元，预测 PE 约 6.91、PB 约 0.37、股息率约 4.16%；条件化正常盈利区间仍可能被库存及税率风险打破。依据 S01、S02、S13 及明确列示的研究假设。不存在保证回归的目标估值。返回估值

F11｜多年基础改善，但近期扩展未保住。 全历史反复深度回落的背景下，2019 年以来基础抬升，2026 年春季上行又被吸收。依据 S13 的多周期价格。稀疏成交、除权和未完成区间限制短线判断，事件不能替代价格证据。返回技术结构

F12｜技术、网络和行业机会尚不等于强利润率。 公司存在木材及施工技术，同行网络亦具规模；供应、物流、用工、质量和系统投入持续占用利润。依据 S01、S05、S10、S11。年度研发费用章节口径不能用来否认真实技术活动，也不能用产品名称证明护城河。返回竞争返回优势边界

F13｜经营资本正利差与股权回报不足并存。 ROIC3.6%高于 WACC 约 2.7%，ROE4.5%低于股权成本 5%—6%；五年 315 亿以上资金用途包含至少 85 亿外部融资。依据 S05。资本回报目标是未来任务，不能把计划等同于现金已经生成。返回资本配置返回研究认识

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 5335 --

<!-- KBG_OWNER_CHART_OWNER_EXPLICIT: 5335|8089 --

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。