8473 ＳＢＩホールディングス株式会社（SBI Holdings, Inc.）

Kabugami V3.2 55.65/100 · B

这家公司是做什么的

SBI通过证券、银行、保险和资产管理服务连接个人与企业资金，并经营私募投资、数字资产及其他新业务。

最近亮点

2026年4—6月归母净利润1480.65亿日元，同比增长75%；集团证券账户10月达到1700万，bitbank已于10月成为全资子公司。

资料截止 2026-10-23 · 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	2026-10-23
研究规则版本 SHA	ca1b52f54c6839d4a0212bbdfb39866570ce781b
评分版本	V3.2
发布源 SHA	0ce9ff1e672c7f639a4b93760f0e5a759a6a8595
交付代码版本 SHA	0ce9ff1e672c7f639a4b93760f0e5a759a6a8595
交付运行时指纹	d86605a5c0ec081211d1591b5315c22f88bf748f48e490c96a53f6584ea93ea8

先看研究要点

为什么值得研究	证券客户与资产规模、银行资金联动和产品覆盖有真实经营基础；部分投资持仓可能包含尚未充分体现的价值。
最需要担心什么	首季逾半税前利润来自 PE，估值与出售收益未拆；母公司融资、监管资本、少数股东和转债稀释限制利润到普通股回报的转换。
Kabugami 现在怎么看	SBI 不是一家可用银行净息差或账户数量单独估值的公司。2964 日元约为六月归母账面的 1.03 倍，但 4.4 倍往绩 PE 受到交易和估值收益明显影响，尚不足以证明宽安全边际。

01｜投资问题与当前结论

1.1｜账户越来越多，为什么还不能直接推算每股价值？

SBI 的吸引力容易理解：证券业务以低价吸引客户，再连接银行存款、融资、投资信托、保险及更多产品。客户不必为每项服务重新寻找金融机构，集团也有机会在同一客户关系上获得多种收入。这不是只有新闻和愿景的故事，证券账户、客户资产及新生银行资金联动都已有实际采用。

真正困难的是，集团规模与普通股股东的收益并不是同一个数字。金融子公司要先支付资金成本、承担信用与市场损失、维持监管资本；不是全资的业务还要分给少数股东。私募投资的估值上升可能先进入利润，现金却要等退出。最后到达控股公司的资金，还需要承担债务、再投资和分红。F01

因此，本报告的核心问题不是“SBI 还能不能扩大”，而是：扩大的业务与投资组合，能否持续产生属于 8473 普通股、经过税和资本需求之后仍可保留的每股回报？

1.2｜最强的乐观证据，与最需要拆开的利润同时存在

2026 年 4—6 月归母净利润 1480.65 亿日元，同比增长 75%。银行和证券经营确有进展，不能把增长全部说成会计游戏。新生的存款、收益资产和资金联动产品在扩大，证券的客户资金可以带来融资、交易与管理收费。假如这些收入能持续，投资持仓又能以较好价格兑现，当前价格可能低估了集团。F02

但首季 PE 业务税前利润 1199.16 亿，占全集团税前利润约 53.1%。其中估值变动与出售收益合计 1203 亿，没有足够披露把已实现现金退出与未实现重估拆开。把 1480.65 亿乘四，再用所得全年 EPS 判断“极便宜”，会把一个高度依赖市场与交易时点的季度误当稳定年金。F03

2964 日元对应约 1.916 万亿日元的除库存股市值。若用 9%—10%的年度权益收益要求作一项简单检验，持续归母盈利需约 1724 亿—1916 亿，且不能以资本损坏或低回报稀释为代价。这个门槛并非明显不可达到，但本轮公开资料还不能把它与反复出现的特殊收益清楚分开。

当前判断因而是有条件的观察，而不是否定 SBI。真实客户基础与投资选择权值得保留，往绩低 PE 却不够支持无条件买入；股价仍保留 2025 年上移后的相当高度，但近期高位也没有稳定下来。

02｜公司本质与商业模式

2.1｜一家公司里，有几种完全不同的钱

SBI 的五类报告业务为金融服务、资产管理、私募股权投资、加密资产和次世代业务。金融服务包含证券、银行和保险；资管主要围绕可收费资产；PE 靠持有企业的价值变化与退出；数字资产兼有交易服务、客户资产保管及投资风险。它们不是可以用同一种收入增长率、利润率或现金转换率直接横比的产品。

证券客户托管的股票与基金，银行收到的存款，保险客户交付的保费，都是集团经营的重要基础，却带有各自的负债、风险和使用限制。客户资产增加，不等于上市公司新增同额自有财富。普通股价值来自服务和承担风险后留下的收益，而不是客户资产的总面值。

2026 年 6 月底集团总资产约 39.19 万亿、总权益约 2.47 万亿，其中归属于母公司股东的权益约 1.87 万亿，少数股东权益约 0.61 万亿。估值时用总权益除以 8473 股数，会把别人的权益一起分给普通股。F01

2.2｜控制权、经济利益与会计归属不能互相替代

新生银行在 2026 年 3 月底的表决权持有比例为 71.2%，保险、GAM 等也有外部股东。新生在 2025 年 12 月重新上市，全年少数股东归属随时间变化；不能把整年利润统一乘一个年末持股比例，便宣称得到 SBI 应占利润。

韩国 SBI 储蓄银行更能说明这个差别。第二批出售已于 2026 年 4 月 6 日完成，剩余表决权 41.34%，经济权利却为 70%，并转为权益法。合并资产减少、权益法收益增加，部分来自核算范围改变，不是经营突然缩小或客户突然变好。公开资料未给出清晰可复原的首季处置及重估收益明细，本报告没有用出售款冒充出售利润。F04

住信 SBI 网络银行则已在 2025 年 10 月出售全部所持股份。证券与银行之间继续合作、NTT 成为战略股东，并不意味着 SBI 仍拥有原银行利润和净资产。反过来，新生 IPO 带来的母公司单体出售收益约 436 亿，在保持控制的合并口径中被消除；这与出售住信产生的集团税前收益 1416 亿不是同一种会计事件。F05

这几个例子并非细枝末节。若把所有银行利润、全部投资价值和集团现金直接相加，得出的“便宜”很可能在加总时已经重复计算。

03｜主要业务怎样赚钱

3.1｜证券免佣之后，收益转移到哪里？

首季 SBI 证券日本准则营业收入约 916 亿日元，融资收入约 380 亿、交易收入约 217 亿，两项合计约 65.2%。其他手续费约 170 亿，其中投资信托相关收费与交易型收费的性质又不相同。免佣并没有使证券业务失去变现能力，而是让融资、交易价差及资产服务更重要。F06

这套模式有合理的规模效应：客户和资金集中，可以提高同一套系统及产品的使用率。首季信用交易余额约 3.26 万亿，集团证券客户资产约 75.3 万亿，投资信托余额约 31.2 万亿。但融资需要资金与风险管理，交易收入受市场活动影响；客户资产上涨也可能部分来自行情，而不是全部净流入。

证券首季净利润约 237 亿，已承担约 52 亿金融商品交易责任准备金计提特别损失。不能把这项计提误写成释放准备金的收益。经营增长是真实的正面，但与“所有利润均为稳定管理费”仍相距很远。

3.2｜新生的存款渠道开始产生实际规模

六月新生银行存款约 17.5 万亿日元，收益资产约 18.8 万亿；Hyper 存款由三月底约 1.29 万亿增加到 1.43 万亿，账户由约 46 万增至 58.1 万。证券与银行连接不再只是合作协议，这些余额说明客户已经在使用。F07

银行收益仍取决于两边重定价。披露的贷款收益率约 1.40%、存款成本约 0.85%，差约 0.55 个百分点。利率上升可能改善资产收益，存款竞争也会把一部分收益交给储户。贷款规模、客户便利和利差必须一起观察，不能从存款增长直接推算归母盈利。

首季银行业务税前贡献约 663 亿，其中新生在集团 IFRS 中的税前贡献约 377 亿；新生自身日本准则税前利润约 520 亿、净利润约 385 亿，口径并不相同。其净利润同比下降约 13%，与税前改善并存，税项差异解释了其中一部分。只取其中一个数字，会把这家银行描述得过好或过差。

3.3｜保险、资管与投资业务，不宜用一把尺子

保险先收保费，但未来赔付、准备金与投资风险同时存在；资管按资产收费，相对轻资本，却仍受行情、净流出和费率竞争影响。首季 AM 税前利润约 27 亿，同比增长也含此前收购与整合的贡献，不能全部归为同一客户基础的自然增长。

PE 则更接近一组投资组合。融资轮或退出可以验证被投企业价值，但最新融资价格并不保证整个持仓都能当日出售。首季 PE 利润很高，是 SBI 价值的重要组成，也正是需要避免机械年化的部分。

数字资产首季税前亏损约 14 亿，收入增长尚未变成当期盈利。RLUSD 已在日本上线，不能继续称为只签了备忘录；另一方面，稳定币流通量不等于 SBI 收入，具体收费分成和净利润贡献仍未充分披露。产品采用和经济回报要分开承认。F08

04｜需求、竞争与长期位置

4.1｜家庭资产投资化是真需求，不是 SBI 独有的市场

金融厅截至 2026 年 6 月底的数据约为 3048 万 NISA 账户、累计买入约 85 万亿日元。它支持日本家庭通过制度安排增加投资这一长期方向，但累计买入不是当前资产管理规模，也不是 SBI 可独占的收入池。F09

SBI 在 10 月 15 日宣布集团证券账户达到 1700 万，规模有意义；乐天证券 4 月已宣布单体账户 1400 万，同样提供国内现货免佣。两者时间与分母不同，不能据此硬算市场份额或每户价值。客户也可同时开多家账户，账户总数不等于去重活跃用户。

4.2｜低价是入口，留下客户还需要别的理由

价格容易被跟随。真正可能让客户留下的是产品覆盖、资产转移的手续成本、银行资金连接、执行稳定性及服务习惯。NISA 账户安排与资金迁移形成摩擦，但不是永久锁定，更不是无限提价能力。

SBI 的优势较接近规模与生态协作，而非独占某一项技术。规模可以摊薄固定成本，同时也放大系统故障的影响范围。若以降价吸引来的客户需要更高合规、客服和赔偿成本，账户增长可能快于每股利润增长。

利率、股票活跃度、IPO 与私募估值、数字资产行情还可能一起变化。业务名称很多，不保证下跌时各部门互相对冲。长期制度需求提供基础，短期风险偏好仍会显著影响获利速度。

05｜生态连接、技术与关键依赖

5.1｜合作确实扩大渠道，但收益不是独占

Olive 咨询合资公司已经取得必要登记并启动服务。股权上 SMFG、SMBC 和 SMBC 日兴合计 60%，SBI Holdings 与 SBI 证券合计 40%。这提供了真实的银行分销与顾问连接，也意味着客户、费用和利润需要共享，而不是把整个合作网络归为 SBI 的独有资产。F10

另一个结果形成鲜明对照。SBI 对 BASE 的要约收购原计划最多取得约 2379 万股，10 月 22 日结果仅接纳 90944 股、约 0.08%，结算计划在 10 月 28 日开始。不能再沿用早期目标，把它写成已经实现权益法关联公司扩张。该结果不等于集团产生重大亏损，但说明合作与投资计划的完成概率不能按百分之百估值。F11

5.2｜技术投入的价值，需要在成本和可靠性上兑现

Ridge-i 参与 SBI 与 Claude 相关的工程合作，证明外部能力正在进入业务流程；它不是自有模型垄断，也没有单独证明单位服务成本已经下降。实际收益要看减少了多少工时、差错和客户摩擦，而不是接入了哪个模型。

2026 年 3 月期无形资产现金购置约 421 亿日元，首季约 156 亿。金融集团除了系统，还要投入信贷、投资和并购资本；只看传统设备支出很低，就判断它能把绝大部分利润自由返还，会漏掉主要资金需求。F12

5.3｜外包并没有外包最终客户责任

10 月 14 日，SBI 证券披露此前 FX 股票担保估值未正确载入，导致错误保证金判断及部分强制平仓。业务运维委托 SBI Liquidity Market，再转包 IIJ，直接原因涉及转包人员操作错误；公司已在 10 月 13 日临时维护修复。F13

这不是泛泛的网络攻击风险，也不是所有平台停摆。它具体说明，数字化服务的可靠性依赖委托链、检查、升级处理与赔偿安排。规模越大，单个节点的错误越可能影响更多客户。公开说明和修复是正面行动，最终补偿金额与防止再发的效果仍需观察。

06｜财务质量、现金与资本

6.1｜先把增长拆开，才能谈重复盈利

首季营业收入 5710.13 亿日元、税前利润 2258.14 亿、集团净利润 1567.81 亿，归母净利润 1480.65 亿。归母与集团净利之间的差额属于少数股东；上一年首季少数股东出现亏损，归母净利反而高于集团净利，所以两期增长比较不能只盯一个百分比。

首季业务	税前利润，亿日元	解释重点
金融服务	1159.92	银行、证券、保险共同贡献，含口径和资产范围变化。
资产管理	27.37	收费资产和整合扩大，非全部有机增长。
PE	1199.16	估值变动与退出影响极大，现金实现拆分不足。
加密资产	-14.44	收入增长仍未转为利润。
次世代	36.10	多类业务，不代表每项新业务都

		已盈利。
抵销等	-149.97	分部总和不能直接当集团合计。

全年数字也需要拆。2026 年 3 月期税前利润 5166.67 亿、归母净利润 4275.77 亿，其中住信出售税前收益约 1416 亿，教保生命投资的廉价购买相关收益约 674 亿。后者位于权益法投资收益，不是利润表里独立“负商誉”一行。只减这两项得到税前 3076.67 亿，仍不是正常化利润，因为其他估值、处置、拨备、税与归属没有全部调整。F05

同时，投资收益不应被粗暴全部归零。SBI 长期从事投资，成功退出本来就是业务的一部分。问题是它们在一个完整周期里能重复多少、用了多少资本、最终留下多少现金，而不是给所有非利息收益贴上“不真实”的标签。

6.2｜税率能改变每股收益的含义

2026 年 3 月期有效税率约 16.7%，首季却约 30.57%；上一年首季约 9.28%。永久性差异及合并投资相关暂时性差异等影响全年税负。把低税率固定延长，会使可持续 EPS 被高估；但也不能把所有税差都当异常损失。F14

公司披露的报告 ROE 约 28%，CFO 讨论的调整后 ROE 约 15%、资本成本 9%—10%，提供了管理层自己的理解。调整值并非本报告独立重建的常态 ROE，本报告不把它当确定事实套入目标价。

还需避免一个已经证实的比较错误。7 月 2 日正式更正将 2025 年 3 月期比较 EPS 由 536.09 改为 268.04、BPS 由 4162.73 改为 2081.36，以反映拆股。原全年决算 PDF 摘要仍可见旧值。拿旧 BPS4162.73 与 2026 年 2776.99 比较，会制造出不存在的同口径净资产骤降。F15

6.3｜银行的经营现金流，不是工业公司的现金转换率

首季经营现金流约 2695 亿，但其中包含客户存款、银行借款、结算应付款、回购抵押及证券经营资产变化。存款流入可以令 OCF 为正，同时银行还要将资金投向贷款和证券；这不是没有成本的股东现金。

投资现金流约负 6616 亿，与 OCF 相加约负 3921 亿，也不能直接贴上工业公司“自由现金流烧钱”的标签。对于 SBI，关键是金融资产质量、资金期限与成本、监管资本及最终上划现金，不能机械使用 OCF 除净利润的及格线。F12

6.4｜集团现金很多，母公司仍有融资需求

六月集团现金约 6.14 万亿日元，同时存在约 17.66 万亿客户存款、证券相关负债和大量借款。这些现金分布在银行、证券、保险等实体，承担结算、流动性和监管用途，不能全部拿来抵母公司债务。

2026 年 3 月底母公司单体现金约 2026 亿，有息债务约 17494 亿；其中短期借款、到期债券与一年内到期长期借款合计也高于现金。它需要依靠子公司分红、投资实现、融资及期限管理。集团核心业务能赚钱，不等于母公司无需安排流动性；单体经营亏损也不等于整个集团经营失败。F16

新生截至 3 月底国内风险资本比率 9.68%，高于上一年的 9.33%，但这不是集团总权益除总资产的 4.8%，也不是六月最新全集团可分红余额。当前各实体的超额监管资本和可上划资金没有被完整统一披露。本报告因此不声称 SBI 拥有可无条件返还的数万亿现金。

6.5｜账面一日元，未必都是可即刻出售的一日元

三月底 Level3 其他投资证券约 1.38 万亿，另有 Level3 应收类资产约 0.73 万亿。估值使用现金流、同业倍数及最近交易等方法；账面遵守估值规则，不等于在市场压力下能够立即按相同价格出售。F17

抵押证券、无形资产和递延税同样需要各自解释。它们未必没有价值，但不能全部当清算现金。2026 年 3 月期其他费用中有约 264 亿减值，也提醒投资者：收购和长期持仓并非只增加价值、不产生损失。

07｜治理、管理层与所有权

SBI 的组织能力与资本关系网络，很大程度上与长期管理层有关。北尾同时担任主席和 CEO，可以使战略推进集中而快速；随着跨行业投资、上市子公司及海外关联公司增多，关键人物与资本配置的制衡也更重要。

2026 年综合报告披露董事 16 人、独立董事 6 人，咨询委员会 7 人中 6 人独立。这是监督设计的正面基础，但委员会存在不能单独证明所有并购都获得足够严格检验。报酬包含绩效与限制股，也仍应由实际每股回报判断利益一致，而非仅凭股价激励形式。F18

金融厅 2024 年对 SBI 证券三宗 IPO 中的不当初价订单行为作过行政处分，属于有事实基础的治理反证，不应写成今天仍全面停业。2025 年公司对钓鱼交易补偿曾估计约 80 亿损失，那是当时估计，不等于本报告日仍有同额未决负债。本月外包差错则提供更近的控制证据。

这些事件不能自动推出永久客户流失或会计舞弊，但说明低价、数字化和规模扩张都需要支付控制成本。管理层公开说明、补偿和修复值得承认，最终考验是同类错误是否减少，以及资本能否产生持续高于成本的普通股回报。

三月底 NTT 与 SMFG 各持 5400 万股、约 8.35%，不能沿用发行时或拆股前数字。战略股东带来业务资源，也意味着集团必须处理多层合作和少数股东利益，不能把所有联盟都视为普通股的无成本独占机会。

08｜资本配置、融资与股东回报

8.1｜出售、发行与回购，要放在同一张账上

NTT 在 2025 年认购 2700 万拆股前股份，投入约 1108 亿日元；12 月一拆二后相当于 5400 万股。SBI 随后实际回购 14690200 股，支付约 500 亿，完成于 2026 年 2 月 17 日。回购是真实现金支出，但不是原先 2000 万股的授权上限，也没有抵消所有新增发行。F19

这些库存股可用于并购等用途，并非已承诺永久注销。六月除库存股约 6.464 亿股，首季加权股数同比增加约 6.65%。因此，总利润增长、每股增长与未来股数必须同时看。

2031 年到期转债截至 5 月底披露余额 1000 亿日元，转换价经调整为 2284 日元，对应潜在约 4378 万股，约为六月除库存股的 6.77%。2964 高于转换价，令其经济影响值得注意，但不证明已经转换；十月实时余额未被本报告确认。转换时债变成权益，不应一边完整扣除这笔债，一边再把全部稀释当成同样损失重复计算。

8.2｜分红有基础，基准却不是集团净利润

2026 年 3 月期拆股调整后股息 95 日元，按 2964 计算约 3.21%。下一年度中期股息 30 日元、全年力争至少 95，并非最终股息已经固定承诺。

公司回报政策约以金融服务税前利润扣除特定子公司出售等项目后的 30%为基准，不是直接把集团净利润的 30%派出。集团投资收益再高，也要经过政策口径、现金与资本需求才能成为普通股现金回报。

8.3｜买到客户，还要证明买到了好生意

bitbank 在 10 月 1 日已成为全资子公司。交易公告所列对价约 467 亿日元，目标 2025 年收入约 58.15 亿、营业亏损约 9.70 亿、净亏损约 6.96 亿。交易结构含购股、增资及目标回购原股东股份，不能全部说成给经营业务注入现金。F08

客户、牌照和技术可能帮助集团摊薄安全与合规固定成本，这是合理上行；但它不是即时获得一份稳定盈利。单年亏损也不足以单独证明价格过贵，后续应看实际费率、交易量、整合成本、获客回收与资本回报。客户托管资产再大，都不能用来代替这项检验。

GAM 与保险的合并基本协议计划于 2027 年 4 月实施，二者原已在集团合并范围。它可能改善保险资金委托和运营效率，却不能把原有两份利润再算一遍新增收益。最终条款、少数股东交换条件及净节约比合并名称更重要。F11

09｜估值与安全边际

9.1｜4.4 倍 PE 很低，但分母不是一份稳定利润

使用 2026 年 10 月 22 日收盘 2964 日元、六月除库存股 646403116 股，市值约 1.916 万亿。六月归母权益约 1.865 万亿，每股约 2885.62，PBR 约 1.027 倍；若使用三月底 BPS2776.99，则约 1.067 倍。F20

2026 年 3 月期 EPS666.82 对应历史 PE 约 4.445 倍，稀释 EPS624.54 对应约 4.746 倍。住信出售、教保廉价购买、估值变化和税率已经说明，不能把这两个倍数直接解释成未来每年可取得相同利润。另一极端也不成立：因为常态 EPS 不够精确，就把银行、证券和投资收益全部当零。

9.2｜现价要求什么，而不是先猜一个精确目标价

以下只作敏感度，采用六月归母权益作为固定起点，假设利润已经扣除常态税和少数股东，并能在满足必要再投资后维持权益。可持续 ROE 与要求回报率均为本报告自设条件，不是公司指引或市场共识。

可持续普通股 ROE 假设	对应年归母利润	对应 EPS 约数	以 10%无增长权益收益要求资本化的每股示意值
6%	1119 亿日元	173 日元	1731 日元
10%	1865 亿日元	289 日元	2886 日元
14%	2611 亿日元	404 日元	4040 日元

若将要求回报率放在 9%—11%，三档示意区间分别约 1574—1924、2623—3206、3673—4489 日元。这不是把高 ROE 永久增长、再投资和分红同时免费给予股东的模型，只是帮助看清价格对持续盈利的要求。

2964 接近中档条件：如果持续普通股 ROE 只有 6%，现价没有足够保护；若能在不过度稀释和损耗资本的前提下维持 14%，则存在明显上行。最该争论的是 SBI 能否长期做到，而不是争论历史 PE 究竟 4.4 还是 4.7 倍。

9.3｜Ripple 值得认真看，也最容易被重复计算

SBI 披露持有 Ripple 约 9%股权。Ripple 自身确认 2025 年 11 月完成 5 亿美元融资，对应 400 亿美元估值；SBI 材料还提及之后的回购估值参考，并表示相关估值上升未完全反映在账面。这是潜在价值的正面证据，不应因为难估就忽略。F17

但一笔私募交易不等于 SBI 能把全部持股随时按相同价格卖出。证券权利、流动性、税、汇率、未来稀释及既有账面价值尚需协调。Ripple 持有的 XRP 更不是 SBI 直接拥有的现金，不能把 Ripple 股权价值与其全部 XRP 再相加。

同样，若从 SBI 合并净资产出发再加整个 Ripple 股权价值，却不减掉已入账部分，也会重复计算。本报告因此保留它可能推翻谨慎判断的力量，但不提供看似精确、实则缺少净实现桥的分部加总目标价。

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。

10.1｜3866 不是历史最高，旧低价区也已不是全部现实

SBI 于 2000 年 12 月上市。取得的日线从 2001 年 1 月开始，上市首月由独立年线补充，未伪造缺失日线。早期最高价在 6000 日元以上，两家供应商的精确高点存在差异，因此不认定精确历史最高价；2006 年约 4240 的高位也高于 2026 年 3866。F21

价格经历过多次上冲和深退：2003 与 2005—2006 上涨后来大幅收回；2012 低约 228，2013 反弹至 995 后，2016 又低至 451.5。2018 高 1827.5，2020 冲击低 637.5。不能只截取最近两年，把一段反弹写成没有历史阻力的新世界。

但旧高未守，不等于几十年毫无进步。2011—2012 日收盘中位约 326，2013—2016 约 626，2021—2023 约 1396.5，长期反复交易的位置确有上移。2025 年下半年又明显离开此前约 1200—2100 区域，当前仍保留其中相当部分高度。

10.2｜新高度留下了，但高位还不稳

2024 年高 2127 后跌到 1427.5，2025 年春季高 2334.5 后又到 1541.5，旧整理区曾多次把价格吸回。2025 年 5 月后离开更坚决，8—12 月日收盘中位约 3314，最低 2801.5。2026 年最深盘中低 2631，仍高于 2024 年高点 2127。这是长期位置改善的实际证据。

问题在于更高区域没有顺利稳定。2025 年 10 月高 3862，2026 年 1 月高 3866，两次都未能保持；2026 年 3—7 月收盘中位已降至约 2949。8 月底再反弹到 3440，9 月也曾接近这一位置，10 月 22 日却又收 2964。过去约 3300 的活动区确实存在，今天却不能直接沿用“已经稳固”的旧判断。

当前要问的不是哪一天突破 3866，而是回撤停在哪里、随后反弹留下多少、能否在较高位置跨周和跨月反复交易。日历上的新生上市、集团并购或名称变化，都不应重置 8473 自身的价格历史；集团经济组成变化，又提醒我们不能把不同时代的相同股价直接当相同估值。

10.3｜相似跌幅，恢复一半越来越慢

以收盘峰谷计算，谷底后首次收回一半跌幅所需的有效交易日如下。各窗口的事件背景不同，部分含除息，比较不代表同一种冲击的重复实验。F22

回撤窗口	收盘峰值→谷值	跌幅约	半恢复所需交易日	完全恢复
2015—2016	909→452.5	50.22%	186	441 日
2018—2020	1782.5→657.5	63.11%	111	936 日
2024 年冲击	2113→1442.5	31.73%	10	116 日
2025 年春季	2292→1581.5	31.00%	22	49 日
2026 年上半年	3820→2639	30.92%	38	至 10 月 22 日未完成

最近三次约 31%的跌幅相近，半恢复却从 10 日延长到 22 日、38 日，不能称为吸收冲击越来越快。2025 年的完全恢复确比 2024 快，2026 却尚未完成；两者不能被一句“韧性增强”抹平。

9 月初以来仍在进行的回撤，也不能预先计算未来恢复。上涨后反复退回较低区域，说明高位向上运动在衰减；但尚未回到 2021—2023 旧区，又说明长周期高度未全部丢失。这两种事实必须一起保留。

10.4｜长周期改善与中期走弱并存

截至已完成 9 月，12、24、60、120 个月月收盘均价约 3169、2756、2032、1597。当前 2964 高于较长历史均价，低于最近 12 个月均价；20、60、200 日均价约 3085、3129、3116，也都高于现价。这些只是同一价格路径的不同观察，不是多份独立投票。

2026 年波动略低于 2025，也不自动意味着有利蓄势：年内峰谷仍大，高位价格重心先下移。10 月尚未结束，不将 10 月 22 日的位置冒称为完整月线确认，也不由若干指标推定必然爆发日期。

有利变化应表现为回撤在高于 2631 的位置停止，随后约 3200—3400 形成跨周、跨月重复活动，回抽能保持其下沿，再讨论接近 3860 后的扩张。反面是持续回到约 2600、反弹越来越短，甚至重返约 2000—2300 并长期停留。后者将明显削弱 2025 新高度仍被保留的判断。这些是已发生路径提供的观察区，不是机械止损价或方向预测。

10.5｜强公告之后，市场保留了多少涨幅？

先有上述纯价格判断，再看财务事件，才能避免用好故事替价格作结论。2025 年 5 月 29 日住信出售与 NTT 合作信息公开窗口，前收 2051 到当日 2210.5，涨约 7.78%；随后 20 个交易观察最低 2144，没有退回公告前价格，六月末 2515、八月末 3499.5。重要的不是第一天涨多少，而是更高位置留下来并继续扩张。F23

2026 年 7 月 31 日首季强利润披露，2826 到 3038，涨约 7.50%，成交约 1252 万股，明显高于前一日约 432 万股。之后短暂回落没有跌回事件前收盘，八月底收 3427，说明正面响应曾延续。但 10 月 22 日 2964 已经低于事件日收盘，较八月底回落约 13.5%，随后扩张的大部分又被吐回。

这不是“市场完全不认可业绩”：价格没有再探七月 2631。也不是“利润高增已经确认技术牛市”：高区并未持久。五月年度业绩后同样没有自动单向上涨，新生 IPO 窗口也不例外。公告、市场及其他消息同时存在，不能把每一段涨跌都归给单一事件。

整体看，2025 年的结构性交易与持久价格迁移同阶段，2026 年的强季度利润与反弹同步，但持久性不足。当前是较高长期区域里的不稳定再平衡，尚无充分证据确认新一轮扩张。

11｜风险与催化剂

最重要的风险是多种看似分散的利润同时受市场影响。风险偏好下降可能压低 PE 估值、证券融资与交易、数字资产活动，信用损失和抵押融资需求又可能上升。业务分部多，不保证普通股下行被分散。F03

资金链的风险更应看实体之间的关系。子公司需要保留资本时，母公司上划现金可能减少；母公司又有债务和投资需求，修复方式可能是减少回报、出售资产、再融资或发行股份。低于或接近账面的价格，不能使这些选择对原股东没有成本。

并购和技术控制也会改变结果。bitbank 能否扭亏、内部保险资管整合是否产生净节约、最新 FX 错误的赔偿与复测，都会影响“规模扩大”最后留下多少利润。少数股东和合作伙伴的权利须被尊重，协同不能只从集团单方愿景推导。

较有辨识力的催化剂不是更多合作公告，而是后续披露中的 PE 现金退出、常态税后归母盈利、新生存贷收益与信用成本、母公司现金和融资安排，以及收购后的单位利润。Ripple 若出现可信的可实现价值、明确权利和净现金桥，也可能显著提高估值理解。反过来，单一代币价格上涨并不能完成这些证明。

12｜反常识发现

12.1｜免费证券并非没有收入，而是让收益更依赖别的行为

免佣最容易被理解为价格战侵蚀利润。SBI 的数据说明，融资与交易已经承担大量变现，免费入口可以与盈利并存。但这也意味着不能把 1700 万账户当稳定订阅用户：客户借多少、交易多少、资产留多久、资金成本多少，都会影响收入。

这个认识同时解释优势与风险。生态连接确实提高了服务机会，更多账户却不天然降低市场周期敏感性。需要检验的不是是否有规模，而是规模在不同环境里能留下多少税后每股利润。

12.2｜一项交易可以增加现金，却不以同样方式增加集团利润

住信出售、新生 IPO、韩国银行交易、教保投资，表面都叫资本运作，实际分别涉及退出收益、控制未丧失的资本交易、表决与经济权利分离，以及权益法中的廉价购买收益。

把它们统一归为“金融版图扩大”或“一次性收益”都会失去重要信息。真正有用的区分是：资产和控制权怎样变化，谁拥有收益，何时进入损益，现金能否回到母公司。SBI 的复杂性因此不是拒绝研究的理由，而是估值必须支付的理解成本。

12.3｜真实落地和经济成功，是两个不同的进度

RLUSD 确已上线，Olive 服务确已启动，bitbank 确已收购；这些都比意向协议更进一步。但 BASE 的实际购股仅 0.08%，说明计划也会落空。已经完成的项目又仍需证明收费、成本和资本回报。

这不是把所有新业务一律打折为零，而是避免在公告时给一次成功溢价、完成时再给一次、把原有客户资产又当净资产加一次。保留未来可能性，同时只为已经能够解释的经济结果付款，更适合这类持续扩张的集团。

13｜下一次值得跟踪什么

首先看 PE 收益的实现方式。1203 亿估值变化与出售合计里，哪些已经转成现金、哪些仍依赖融资轮定价？需要公司后续财务附注或退出披露，重复引用总收益并不能回答。若现金实现与估值持续性都好于预期，谨慎判断会被削弱；若重估逆转而退出有限，则相反。

第二，核清韩国储蓄银行当季处置及重估的准确损益，以及后续 70%经济权利怎样转成实际收益与分配。当前表决权、经济比例和权益法已经清楚，精确利润桥尚未清楚，不应通过残差硬凑。

第三，把新生信用与资金成本、各实体监管余量和母公司流动性一起看。真正有意义的是在维持经营安全后能上划多少，而非集团现金总额。再融资期限、实际利息和债务扩张速度也会改变可分配回报。

第四，更新转债余额与真实股数。五月 1000 亿余额和六月净股数有明确日期，不能冒充十月实时状态；新增股份若带来足够回报可以创造价值，若只弥补低效投入则可能使总利润进步留不到每股。

第五，数字资产与合作业务需要单位经济：bitbank 整合后利润、实际费用和客户留存，RLUSD 分成及交易量，Olive 费用分担，GAM 与保险最终条款及净节约。Ripple 则需要权益、税、现有账面与可兑现交易的桥，不能由 XRP 市值替代。

第六，FX 事件最终赔偿、控制复测和再发情况，是最新的治理检验。公开修复只完成了第一步，若能以可靠服务维持增长，规模优势才更可信。

价格方面，看 3200—3400 能否重新成为跨周/月重复保持的位置，或者更低反弹和约 2600 附近的反复退却是否扩大。经营兑现与价格稳定分别提供证据，不互相代替；二者共同改善，才会增强当前投资判断。

14｜Kabugami Score 评分卡

V3.2｜55.65 / 100｜B。 行动为观察可重复归母盈利、资本上划及高位稳定。下表得分贡献已按权重计算，不需要再加权。

模块	权重	得分贡献	判断依据
财务韧性与下行防御	13	6.50	成熟金融业务提供缓冲，母公司债务、资金限制和市场信用共振使防御并非无条件。
竞争优势与结构耐久性	14	9.10	产品、客户资产及资金联动有规模和迁移摩擦，免佣易被跟随、渠道收益需共享。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	8.50	经营进展真实，但 PE、处置、税和归属使重复普通股收益不清晰；不能套工业 FCF。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	7.15	多产品需求与联动已执行，仍有共同市场敏感性、复杂权属和外包可靠性约束。
估值与安全边际	15	8.25	约 1 倍归母账面值得研究，往绩低 PE 失真，现价对中档持续回报没有很宽余量。
资本配置与股东回报	10	5.50	出售、回购和分红已有行动，发行、转债、库存再利用及并购回报仍需每股检验。
治理、所有权与管理层	7	3.50	披露和监督设计有基础，关键人物集中、复杂少数结构与实际控制事件限制高评价。
Kabugami 技术结构	13	7.15	长期新高度仍在，但两次 3860 未守、恢复延长及近期回吐，尚无明确扩张优势。
合计	100	55.65	真实经营基础与投资选择权并存，持续每股回报及价格留存仍待证明。

评级不自动等于买入指令。估值吸引力、行动、证据把握程度与总分分别判断。研究信心中等；近期价格事实把握较高，未来方向仍不确定。未知约束判断强度，不被机械当零分；真实业务增长和 Ripple 可能价值始终保留为反方证据。

15｜来源与合规

15.1｜合规与风险声明

本报告基于公开资料进行投资研究，不构成针对任何人的投资建议、收益保证或交易指令。金融、私募与数字资产业务涉及信用、市场、流动性、监管和稀释风险；估值情景不是确定目标价。研究日期为 2026 年 10 月 23 日，完整交易日价格截止 10 月 22 日，尚未结束的交易日和月份不当完成确认。

15.2｜资料口径与边界

金额除特别说明外为日元；原表百万日元换成亿日元除以 100。2026 年 3 月期为截至 2026 年 3 月 31 日全年，首季指 2026 年 4—6 月。IFRS 集团、日本准则子公司、母公司单体、分部税前与归母净利分别使用，不混加。June/May/March 数据有各自日期，不冒充十月实时余额。

发行人日文及英文法定名称以有价证券报告表纸为准。使用 7 月 2 日正式修正后的比较每股数值。自设 ROE 与要求回报率是敏感度，不是未披露正常化 EPS 或分析师共识。未取得准确拆分处仍明确保留，不以缺披露推断没有价值或存在舞弊。

历史行情采用一致拆股口径价格而非含息总回报，真实发行与拆股分开。2000 上市首月缺日线；早期精确高点存在供应商差异，所以只作有界历史定位，不参与精确 ATH 断言。近期关键 OHLCV 与回撤独立核对；公告窗口只作时序与留存比较，不声称隔离全部因果。

15.3｜主要来源与研究发现

一手主资料为首季决算 (https://www.sbigroup.co.jp/investors/library/earning/pdf/2027_1q_hrc.pdf)、7 月说明会 (https://www.sbigroup.co.jp/investors/library/presentation/pdf/presen260731.pdf)、全年决算 (https://www.sbigroup.co.jp/investors/library/earning/pdf/2026_hrc.pdf)、有价证券报告 (https://www.sbigroup.co.jp/investors/library/filings/pdf/2026.pdf)、综合报告 (https://www.sbigroup.co.jp/investors/library/annualreport/pdf/2026ar_jp_all.pdf)及 5 月说明会 (https://www.sbigroup.co.jp/investors/library/presentation/pdf/presen260501.pdf)。以下索引说明证据如何支持正文及哪里仍有限制。

F01｜集团规模与普通股权利分开。 首季决算资产负债、损益和分部附注；有报 NCI 及持股表支持 39.19 兆资产、归母 1.865 兆权益、少数 0.609 兆及利润归属。控制比例不直接等经济/全年利润比例。对应 01、02、06。

F02｜强季度不是纯会计虚构。 首季决算和 7 月说明会银行/证券表支持收入、利润与客户资产增长；经营进展与 PE 浓度同时存在，不把季度乘四。对应 01、03、06。

F03｜PE 已实现与未实现未充分拆分。 首季 PE 税前 119916 百万元，除集团 225814=53.10%；7 月说明会第 39 页估值变动加出售 1203 亿。该合计不证明全部是现金或全部未实现。对应 01、06、11、13。

F04｜韩国银行表决与经济利益不同。3 月交易说明 (https://www.sbigroup.co.jp/news/pdf/2026/0318_a.pdf)、4 月完成公告 (https://www.sbigroup.co.jp/news/pdf/2026/0406_a.pdf)与首季权益法说明确认实际完成、41.34%表决/70%经济及核算变化。

未从出售款或银行利润残差捏造处置收益。对应 02、06、13。

F05｜三种交易收益不应混在一起。 全年决算、5 月说明会及综合报告解释住信 1416 亿、教保 674 亿及新生 IPO 单体 436 亿；NTT 交易对方公告 (https://group.ntt/jp/newsrelease/2025/05/29/250529b.html)独立支持银行交易/资本合作。

只减两项的 3076.67 亿税前不是正常化。对应 02、06、08、12。

F06｜免佣后的变现结构。 7 月说明会证券页支持 916 亿收入、380 亿融资、217 亿交易、52 亿准备金计提特别损失；(380+217)/916=65.17%。

10 月 1700 万账户公告 (https://www.sbigroup.co.jp/news/2026/1015_16663.html)更新集团口径，不当去重活跃客户。对应 03、04、12。

F07｜银行采用与利润归属的不同口径。 7 月说明会银行页及新生自身首季 (https://www.sbigroup.co.jp/investors/disclosure/sbishinseibank/pdf/2027_1q_hrc.pdf)区分 IFRS377 亿税前与日本准则 520 亿；存款/Hyper 余额支持采用，不证明全部增量由合作造成。对应 03、06。

F08｜数字资产业务的完成与盈利分层。

bitbank 完成 (https://www.sbigroup.co.jp/news/2026/1001_16640.html)、原交易与目标财务 (https://www.sbigroup.co.jp/news/pdf/2026/0625_a.pdf)、Ceres 卖方披露 (https://www.daiwair.co.jp/td_download.cgi?c=3696&i=3244522)说明 467 亿对价与亏损目标。

Ripple 上线确认 (https://ripple.com/ripple-press/ripple-and-sbi-group-partner-to-launch-ripple-usd-in-japan/)证明 RLUSD 日本上线；DvP 验证 (https://www.sbigroup.co.jp/news/2026/1006_16649.html)仍是阶段测试。净收费/利润未知。

对应 03、08、12、13。

F09｜市场需求与竞争分母。金融厅 6 月 NISA 原表 (https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20261002/2606nisa-graph.pdf)给出约 3048 万账户和 85 兆累计买入；乐天证券官方

(https://www.rakuten-sec.co.jp/web/company/newsrelease/pdf/press20260430_01.pdf)为 4 月单体 1400 万账户。

不同日期/主体不算份额，累计买入非 AUM。对应 04。

F10｜Olive 合作已启动但收益共享。SMBC 股权公告 (https://www.smbc.co.jp/news/pdf/j20250905_01.pdf)与 JV 服务启动 (https://www.oliveconsulting.co.jp/pdf/20260526_01.pdf)支持 SBI 侧 40%及真实营业。

净经济分成未充分披露。对应 05、12、13。

F11｜最新交易结果替代早期愿景。BASE 结果 (https://www.sbigroup.co.jp/news/2026/1022_16675.html)、期限及结算安排 (https://www.sbigroup.co.jp/news/2026/1006_16651.html)确认 90944 股/0.08%和未来 10 月 28 日结算。

GAM/保险基本协议 (https://www.sbigroup.co.jp/news/2026/0930_16623.html)为 2027 年计划，不是当前完成的外部利润新增。对应 05、08、12。

F12｜金融现金流与资本投入。 首季、全年及有报现金流表含存款/借款/证券经营资产，支持 OCF 不按工业法判定；无形购置与减值附注说明系统投入之外仍需金融资本。Ridge-i 合作原文 (https://ridge-i.com/news/4865/)只证明工程参与，不证明节约。对应 05、06。

F13｜最新外包差错的具体机制。10 月 14 日 SBI 公告 (https://www.sbigroup.co.jp/news/2026/1014_16661.html)说明 10 月 12 日估值遗漏、委托转包链与 13 日修复。最终赔偿/复测未知，未称全平台停摆或网络攻击。对应 05、07、13。

F14｜税率与报告 ROE 不能直接延伸。 有报税注及首季税前/税后表支持 FY16.7%、Q1 约 30.57%，综合报告提供管理层调整 ROE 约 15%与资本成本 9%—10%。管理层估计不是本报告独立验证的正常化收益。对应 06、09。

F15｜必须采用正式修正的比较每股数据。7 月 2 日 JPX 原更正 (https://www2.jpx.co.jp/disc/84730/140120260702587143.pdf)将 FY25EPS/BPS 对半，FY26 值和完整合并报表未变；原 PDF 摘要旧数不应继续制造错误趋势。对应 06、15。

F16｜母公司现金不等于集团现金。 有报末尾单体表：现金 202599 百万元；债务 221591+298000+57836+1097993+74000=1749420 百万元；六月集团现金 6142647 百万元。

另据新生股东大会材料 (https://corp.sbishinseibank.co.jp/ja/ir/stock/shareholdersmtg/main/01/teaserItems3/04/linkList/02/link/notice_agm_26th_j.pdf)资本比 9.68%。日期与资金可得性分开，未断言立即偿付危机。

对应 06、11、13。

F17｜账面资产与 Ripple 的净实现边界。

有报 Level3 附注和 5 月说明会持仓页；Ripple 自身融资公告 (https://ripple.com/ripple-press/ripple-announces-500-million-strategic-investment-led-by-fortress-citadel-securities-valuing-the-company-at-40-billion-following-record-growth/)独立证实融资估值。

私募权利/税/流动性与已入账金额未完全协调，不将 XRP 或全持仓重复加到归母权益。对应 06、09、13。

F18｜监督设计与实际控制事件。 综合报告治理页；金融厅 2024 处分 (https://www.fsa.go.jp/news/r5/shouken/20240112/20240112.html)和 2025 赔偿估计 (https://www.sbigroup.co.jp/news/2025/0729_15613.html)为带日期的反证，不冒称当前全面停业或未决负债。对应 07。

F19｜实际回购、发行与潜在转换。完成回购 (https://www.sbigroup.co.jp/news/2026/0218_16119.html)、有报股份/CB 表、转换价调整 (https://www.sbigroup.co.jp/news/pdf/2026/0501_e.pdf)及 NTT 原公告，区分授权/实际/注销/拆股/发行。

1000 亿÷2284≈4378 万潜在股；五月余额不冒称十月余额。对应 08、09、13。

F20｜可复算估值与条件。 六月净股=661164214−14761098=646403116；BPS=1865271000000÷净股=2885.6157；市值=2964×净股；PBR=2964÷BPS；历史 PE=2964÷666.82。情景 EPS=BPS×6%/10%/14%，无增长示意价=情景 EPS÷9%—11%；均自设条件非预测。对应 01、09。

F21｜价格生命史与上市边界。

2000 年上市原公告 (https://group.softbank/news/press/20001215)、Yahoo 实际历史 (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8473.T?period1=946684800&period2=1792710000&interval=1d&events=div%2Csplits)、Kabutan 日线 (https://s.kabutan.jp/stocks/8473/historical_prices/daily/)、年线 (https://s.kabutan.jp/stocks/8473/historical_prices/yearly/)核对 10/22 OHLCV 为 3030/3065/2959/2964、2535700 股及关键历史锚。

早期 ATH 双源冲突、首月缺日线保留，不拼前身。对应 10、15。

F22｜回撤、半恢复与价格留存。 F21 一致拆股价格，半恢复=(峰收盘+谷收盘)÷2，谷后计有效观察。96ut 历史 (https://96ut.com/stock/jikei.php?code=8473&year=2024)独立核对近期节点，2024 谷收 1442.5 与原供应商微差修正保留。10/22/38 不外推同类冲击必然结果。对应 10。

F23｜基本面公告与价格只作时序比较。 NTT/住信 2025 年 5 月 29 日公告、5 月及 7 月业绩日期与 F21 真实日价格配对。2025 留存与 2026 先留存再回吐的差异保留，不把同时发生视为单因果；未隔离宏观与其他消息。对应 10、13。

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。