8550 株式会社栃木銀行（THE TOCHIGI BANK, LTD.）

Kabugami V3.2 58.6/100 · B

这家公司是做什么的

栃木银行主要为栃木及周边地区个人和企业提供存贷款、结算与金融服务，并通过子公司经营证券、租赁及可再生能源等业务。

最近亮点

2026年4至6月剔除基金解约损益后的单体核心业务利润由20亿增至32亿日元，贷款重定价已进入实际收益。

资料截止 2026-10-22 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勸诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-10-22
研究规则版本 SHA	ca1b52f54c6839d4a0212bbdfb39866570ce781b
评分版本	V3.2
发布源 SHA	3d2355e0c85056aee3aeef99d1fda7eac52274af
交付代码版本 SHA	3d2355e0c85056aee3aeef99d1fda7eac52274af
交付运行时指纹	e3237c4aef959eff0e59fbaf424688f0c8d362045b428575c32ef6c553665102

先看研究要点

为什么值得研究	区域存款与客户关系提供经营基础，证券重整和久期缩短减轻了部分利率风险。
最需要担心什么	最新贷款增量主要来自公共部门，个人与中小企业贷款合计下降；税负、信用成本和新投入可能限制普通股回报。
Kabugami 现在怎么看	本业恢复真实，但高回报客户扩张与投入兑现尚未证明；约 0.63 倍 PB 部分反映资本回报偏低，持续盈利改善得到验证前，折价本身不足以支持强低估判断。

01｜投资问题：利润恢复之后，还需要什么

栃木银行已经走出上一轮证券巨亏造成的年度亏损。2026 年 3 月期归母净利润为 82.89 亿日元，上年为亏损 223.28 亿。单看这两个数字，容易把它理解为一次很强的盈利转折；但其中相当大的变化，是不再重复承担上一年度的大额证券处置损失。F01

本业也确实改善了。剔除投资信托解约损益后的单体核心业务利润，从 84 亿增至 97 亿日元。2026 年 4 至 6 月又从上年同期 20 亿增至 32 亿。贷款利息增加超过存款成本增加，费用暂时没有同速增长，银行开始留下更多经营收益。这是支持恢复判断的实证，不能因为过去存在一次性损失就忽略它。

不过，贷款规模增长与客户转型还不是同一件事。最新季度全部贷款增加 422 亿日元，公共部门贷款增加 438 亿，个人与中小企业贷款合计反而减少 85 亿。银行可以通过存量贷款重定价提高利润，同时尚未取得预期的目标客户扩张。F02

因此，当前需要判断的是：利率和证券重整带来的改善，能否在正常税负、信用损失和新投入之后，成为普通股东可以持续取得的回报。10 月 21 日收盘 1,001 日元，对应公司全年预测约 11.58 倍 PE、6 月末权益约 0.63 倍 PB 和计划股息约 3%。这个价格并非要求完美增长，但也不能仅凭低于账面价值就认定便宜。F09

02｜公司本质与商业模式：存款提供基础，资本决定能走多远

银行先从客户取得存款，再通过贷款、证券投资和其他资金运用赚取收益，同时提供结算、资产管理和企业服务。存款需要偿还，存款成本、信用损失、对冲费用和日常运营费用，都要从资产产生的收入中扣除。最后留下的利润还需要支持监管资本和未来投入，才谈得上分给普通股东。

栃木银行的资金来源具有明显地域性。2026 年 6 月末，栃木县内存款约占其全部存款 81.1%；贷款中县内占 54.3%，东京占 30.1%。这两个比例描述的是银行自身业务构成，不能当成当地市场份额。它们说明，地方资金基础已经支持一部分区外资产投放；评估风险时，不能把所有借款人都想象成本地长期熟客。F02

客户关系的价值来自持续服务：结算可以让银行了解资金流动，授信和经营支持可以增加重复交易机会。但这种关系并不会自动产生高回报。若贷款定价不足以覆盖服务、信用和资本成本，资产扩张会增加利润金额，却仍可能降低资本使用效率。栃木银行目前最重要的变化，正发生在这一层。

集团业务也需要按归属理解。栃木银行持有栃木银行东海东京证券 60%股权，东海东京金融控股持有 40%；可再生能源相关公司 CES 的持股为 85%。合并报表纳入这些公司的业务，不代表全部经济利益都归银行普通股东。估值不能在已经合并的利润和净资产之外，再把子公司全部价值加一遍。F03

03｜产品、客户与关键依赖

3.1｜增加的贷款究竟投向了哪里

2026 年 3 月期贷款增加约 2,650 亿日元，但单体存贷利差由 0.35%收窄至 0.29%。公司解释，收益率较低的短期政府贷款增加，拉低了贷款组合收益率。贷款总量的扩大，并没有带来同等程度的单位收益改善。

下一季度的分类变化，使这一解释更具体。2026 年 3 月末至 6 月末，单体贷款由 24,578 亿增至 25,000 亿日元。公共部门由 4,373 亿增至 4,811 亿，中大型企业由 3,925 亿增至 3,994 亿；个人与中小企业合计由 16,279 亿降至 16,194 亿。最后一项包含个人，不能据此断言所有下降都来自中小企业。

公共部门短期贷款可以承接暂时未投向其他客户的资金，也可能具有较低信用风险。问题在于持续多久，以及这些资金以后能否转向风险调整后回报更好的业务。若只是阶段性配置，客户拓展随后兑现，当前组合稀释可以缓解；若需求和竞争长期限制了民间贷款，银行可能继续依靠扩表维持收益，而资本回报提高较慢。现有资料足以指出这个分歧，还不足以替未来结果下定论。F02

3.2｜服务收入已有增量，但并非全部来自企业顾问

2026 年 4 至 6 月方案解决相关费用收入为 7.80 亿日元，高于上年同期 5.25 亿。其中证券子公司转介为 5.47 亿，M&A 为 0.85 亿，商业配对为 0.47 亿，其他为 1.01 亿。分类之后可以看出，新增服务收入很大一部分连接证券客户转介，不能全部解释成高黏性的企业顾问收入。

这不否定转介的经济价值。它利用银行已有客户接触，将部分金融需求转给证券子公司。只是投资者还需要区分行情活跃带来的交易机会、持续收费，以及集团内部和少数股东之间的利益归属。同期证券子公司分部利润约 2.70 亿日元，确实贡献了收益；它应留在集团经济分析里，而不是被包装成一块可以重复加值的独立资产。F03

3.3｜AI 与共同系统能证明什么

ABEJA 确认，双方自 2021 年以来合作，并于 2026 年进一步推进 AI 应用。银行计划与供应商公告在平台、智能代理的时间描述上存在财年和日历年的差异，现有材料不能据此宣称所有功能已全面上线，更不能证明已产生净节支。

银行希望通过减少重复处理，把更多人员时间用于销售和客户服务。省下工时之后，可能出现更高服务量，也可能只是让现有工作更从容；只有当客户收入增加、费用降低或错误成本减少，才会转为股东收益。实施费用和人员培训本身也要支付。F07

日立的资料确认，栃木银行使用 NEXTBASE 共同银行系统，并参与共同安全培训。共享基础设施可以分摊开发维护资源，但其他银行也能使用。它说明运营依赖和协作关系，并不能证明栃木银行拥有独占技术优势。F04

04｜竞争格局与产业关系：利率改善是共同环境

栃木银行面对的竞争不只来自其他小银行。足利银行引用的 2025 年主办行调查显示，其在栃木县的主办行份额为 46.5%。这是企业主要交易银行的调查口径，不等同贷款余额份额，但足以说明栃木银行并不独占当地客户关系。标准化存贷款和投资产品还面对数字渠道竞争。F04

资金价格也会跟随利率调整。足利银行公开的 2026 年 10 月 1 日普通存款利率为 0.4%，说明地区竞争者也在提高付息；这不是栃木银行自身利率的替代数据。存款客户可以比较报价，银行不能只计算贷款提价的一面。

日本银行 9 月 18 日决定将政策利率提高至 1.25%，自 9 月 24 日起实施。栃木银行 5 月计划原本假设 12 月达到 1.25%，实际发生更早。时间提前可能帮助部分浮息资产和存放资金收入，但银行的净收益还取决于贷款重定价周期、存款调整和对冲成本。政策利率上涨多少，不能直接乘贷款余额当成利润增量。F08

05｜护城河判断：关系有价值，回报仍需证明

栃木银行的区域网点、个人存款和企业结算关系，使其不必每次从零获得客户。对有持续融资和经营支持需求的企业，了解业务与资金流动可以提高服务效率。这是银行长期经营的基础。

但判断竞争优势，还需要看到这种关系能否带来较低流失、合理定价和优于资本成本的回报。当前总余额没有提供客户分群的完整获客成本、留存或风险调整收益；低收益公共贷款增长，也不能替代这些证据。现阶段可以确认它有可重复经营的客户基础，尚不能把这种基础评价为强定价权。

共同系统、AI 合作和证券转介可以改善服务能力，最终价值取决于应用效果。若竞争者同样能够采购系统和提供类似产品，优势更可能来自执行、客户理解与资本纪律，而非技术名称本身。后续客户结构和实际效率，会比合作公告数量更有解释力。

06｜财务质量与现金流

6.1｜把止损、本业改善与当季增长分开

2026 年 3 月期合并经常收入 545.51 亿日元、经常利润 100.19 亿、归母净利润 82.89 亿。单体证券处置相关损益由上年的约负 336 亿改善至负 13 亿，损失减少约 323 亿。这个变化解释了大部分扭亏，却不能在下一年再重复一次。

本业的改善有另一组依据：剔除基金解约损益的净利息收入由 249 亿增至 286 亿，核心业务利润由 84 亿增至 97 亿。贷款利息约增加 71 亿，存放资金利息约增加 17 亿，证券利息约增加 3 亿；同时存款利息增加约 44 亿、掉期等成本增加约 9 亿。经营费用则由 214 亿增至 240 亿。加息带来收入，也带来资金和运营成本，最后留下的是两者之差。F01

2026 年 4 至 6 月单体净利息收入由 67 亿增至 79 亿，费用由 56 亿增至 58 亿，核心业务利润增至 32 亿。费用与收入之比由 73.83%降至 64.34%，说明收入改善暂时快于费用增长。不过信用处理费用也由 2 亿增至 7 亿，合并归母净利润为 21.16 亿，同比增长 22.5%，低于单体核心业务利润的增速。F05

公司全年归母净利润预测 90 亿、上半年预测 28 亿。第一季度 21.16 亿相当于半年预测的 75.6%，但只相当于全年预测的 23.5%。两个进度回答不同问题，不能拿较高的半年完成率证明全年大幅超额已成定局。

6.2｜82.89 亿净利润不能脱离税负理解

2026 年 3 月期税前利润 97.63 亿日元，税费 13.52 亿，实际税负约 13.8%；扣除少数股东收益 1.21 亿后得到归母 82.89 亿。有价证券报告记载，递延税项相关评价性准备变化显著降低了税负。上一财年还转回了 4.42 亿疫情相关贷款准备，进一步提醒我们不要把全部净利直接当成平常年份的水平。F06

只为说明税的量级，假设税前利润和少数股东收益完全不变，将税率替换为 30.5%，归母利润约为 66.64 亿日元。这个计算只改变税率，没有重估证券损益、信用成本和未来利息，因此不是一份完整的正常利润预测。它说明的重点是：盈利修复应同时观察税前经营和税后归属，不能默认偏低税负永久延续。

期末递延税资产净额 34.22 亿，其中已确认亏损结转相关部分 29.63 亿。这些金额代表在相应条件下抵减未来税负的会计资产，既不等同银行手中现金，也不能在净资产估值之外再次全额相加。

6.3｜证券风险减轻，资本比例仍未提高

6 月末，证券未计掉期的估值损失约 96 亿日元，相关掉期估值收益约 68 亿，合计约负 27 亿；3 月末合计约负 48 亿。由于四舍五入，各分项与合计会有细小差异。合计已经包含对冲，不能再把 68 亿加一遍。F05

未由掉期对冲的日元债券久期由 2.0 年降至 1.6 年，有助于降低单位持仓对利率变化的敏感度。不过证券余额同时由 4,232 亿增至 4,808 亿，风险不仅取决于期限，也取决于规模和资产性质。公司仍计划在本财年承担约 14 亿证券重整损失，说明调整并未完全结束。

同期监管资本额由约 1,440 亿增至 1,457 亿，但资本充足率仍为 9.91%，因为风险资产也增加。利润增加可以补充资本，却不保证缓冲比例同步提高。资产负债表中约 4.8%的会计权益与总资产比率，是另一种口径，不能与监管比率混用。

不良贷款比例由 2.04%降至 2.00%，金额却只从 508 亿降至 505 亿；授信分母同期扩大。信用改善应同时看金额、比率和新发生损失，不能只凭比率下降判断风险已经消失。

6.4｜银行现金流为什么不能照搬工业公司读法

2026 年 3 月期经营现金流为负 1,711.76 亿日元，贷款增加形成现金流出约 2,629.83 亿，存款增加流入约 524.52 亿，借入资金增加流入约 124.43 亿。这里的大额流出主要反映资产投放，不能直接解释成工业企业库存积压或应收款失控。

相应地，期末现金及现金等价物 4,616.41 亿也不能全部视为可分给股东的剩余现金。银行需要偿付存款、履行授信和结算义务。年报列示质押资产约 1,701.96 亿，对应部分存款及借款，并另有结算担保；未执行授信承诺约 3,526.54 亿，多数期限较短。这不意味着全部承诺立即提款，但限制了“现金多所以绝对安全”的推断。F10

07｜股东、董事与治理

2026 年 6 月，栃木银行转为设审计等委员会的公司，14 名董事中 7 名为独立外部董事。激励也开始更明确地联系股东结果：奖金纳入 ROE，股票报酬评价包含股价、核心业务利润、综合运用、女性管理及减排指标。这些安排有助于使管理层关注回报，但制度设计仍需与实际决策对照。F11

前一轮中期计划投资超出预算，人员再配置和部分数字建设未完全达到目标；证券配置也曾造成重大损失。独立董事比例提高，不能使这些历史自动失去解释力。后续应看风险预算、项目取舍和未达目标时的调整，而不只是董事会结构。

股东名单中的信托银行通常是名义持有人，不能据此推定最终控制。东和银行持股约 1.72%，兼有业务合作关系，现有证据不支持把它写成控股股东。双方关系可以帮助业务合作，但合作金额、风险和收益如何归属，仍需具体披露，不能由持股关系直接推出利润协同。

08｜资本政策：新投入要跨过实际兑现这一步

8.1｜分红提高是真实行动，回购不能凭想象补上

2026 年 3 月期每股分红 26 日元，前期为 7 日元；公司计划本财年分红 30 日元。提高分红给普通股东提供了具体回报，但计划期内约 40%的派息目标不是已经完成的事实。

6 月末发行股数为 109,608,000 股，扣除包括股票报酬信托所持股份在内的库存股后，估值采用 104,132,465 股。信托持股约 960,700 股，未来交付会影响分母，不能把股票报酬安排当成实际回购缩股。当前也没有依据假设未来回购将持续提高每股收益。F09

政策性持股仍包括 19 支上市股票、账面 56.52 亿日元，以及 56 支非上市股票、36.35 亿。当年没有披露这些持股的股数增减。缩减政策性持股的方向，与已经完成减持的行为需要分开。F11

8.2｜240 亿投入计划需要怎样变成回报

上一轮中计投入 124.1 亿日元，高于 82.4 亿计划；人员重新配置完成 112 人，低于 150 人目标，数据湖和商业分析工具也未全面进入预期运行状态。住宅贷款、NISA 等部分客户目标未达，说明花钱和得到经营成果之间存在实际时滞。

新四年计划提出 AI 与数字化 90 亿、人员 30 亿、网点 120 亿日元投入，并希望节省 34.4 万小时，将销售人员配置比例从 25%提高至 35%—40%。这些目标如果兑现，可能提高现有网络产出；若只是把人员从一种工作移向另一种工作，工资并不会自动下降。要看释放的时间是否形成更多有收益的客户服务，且新增收入是否超过持续运营和折旧成本。F07

投资数字也要保留口径。上一财年设备等会计新增约 97.22 亿日元，而现金流量表购买有形资产 71.28 亿、无形资产 7.51 亿，不能将会计新增直接写成同额当期现金支出。

非银行项目同样需要兑现。持股 85%的 CES 所涉可再生能源业务，发电容量 28,775 千瓦，低于 42,700 千瓦目标。绿色用途不减少资本约束，也不保证经营回报；它应与其他投入一样接受收益、时间和风险的检验。

09｜估值与安全边际：0.63 倍 PB 为何仍有条件

以 10 月 21 日完整收盘 1,001 日元、扣除库存股后的 104,132,465 股计算，权益市值约 1,042.37 亿日元。公司全年预测 EPS86.43 日元，对应 11.58 倍 PE；6 月末普通股权益 1,648.35 亿折算每股约 1,582.94 日元，对应 0.632 倍 PB。计划每股 30 日元分红，对应约 3.0%收益率。F09

低 PB 是否有吸引力，取决于账面资本将来能产生多少回报。公司 2030 年度目标为归母净利润 130 亿日元、ROE 至少 7%，同时自己估计股权资本成本约 8%—10%。即使达到 7%，也还没有自然跨过这个要求回报区间。

可以用一个简化关系理解折价：在不增长、利润与净资产变化按一致口径记录的假设下，合理 PB 与持续 ROE 除以股东要求回报有关。若持续 ROE 为 5%—6%、要求回报为 8%—10%，对应约 0.50—0.75 倍；若未来 7%实现，则约 0.70—0.875 倍。真实银行还有增长、分红、资本和估值波动，这些区间不能当作精确目标价。它们说明，0.63 倍可能对应偏低但尚可修复的回报，不必然代表市场漏看了净资产。

从盈利角度看，全年 90 亿预测与上一财年税敏感度 66.64 亿也不能混成一个数字。前者实现时现价约 11.6 倍盈利；若只采用后者作静态比较，约 15.6 倍。两者不是完整上下限，而是提示估值对税后利润持续性的依赖。净息改善若持续，客户组合改善又能抵消投入和信用成本，估值空间会更扎实；若收益主要停留在利率和税项层面，账面折价可能长期存在。

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。

10.1｜这次回落发生在多年抬升之后

价格观察固定截至 2026 年 10 月 21 日完整交易日，月度判断截至 9 月完整月线。10 月尚未结束，不能把当前月内变化当成已完成的月线确认。

可比月度序列始于 2001 年。样本中，2005 年曾达到约 1,180 日元，2015 年达到约 746 日元，随后仍跌至 2020 年的 118 日元。高价出现过，并不意味着更高运行区间已经建立。另有券商资料记载 1990 年 1 月 17 日 3,200 日元高点，但与当前序列的早期复权及覆盖口径未完全统一，因此这里不把 2026 年的 1,230 日元称为全上市历史最高价。F12

2022、2023、2024 年月收盘中位数约为 272、300、329 日元，价格长期主要在较低区域波动。2025 年 4 月低至 235 日元，之后逐步提高至年末 726 日元。2026 年 2 月收于 1,017，3 月回到 860，4 至 7 月月末分别为 953、944、927、951；8 月和 9 月再提高至 1,092、1,196。多个月在远高于 2022—2024 年的区域结束，说明早期低价区对价格的重新吸收已经明显减弱。

当前问题因此更具体：最近一次快速回落，会不会破坏 2025 年以来已经保留的抬升？10 月 6 日最高 1,230、收盘 1,229，10 月 20 日收盘 966，次日回到 1,001。最近 1,100—1,200 日元的扩张尚未保留，价格回到了此前 900—1,000 日元附近的整理范围。长期抬升与短期扩张失败同时存在，不能只选其中一面。

10.2｜相近幅度的下跌，恢复尚未给出相同答案

2026 年 2 月 12 日收盘 1,072 日元，3 月 4 日降至 850，跌幅约 20.7%。随后到 4 月 8 日收盘 971，首次收复这段损失的一半，低点之后用了 24 个交易日。

10 月 6 日至 20 日的收盘回落约 21.4%，幅度相近。10 月 21 日只收复了 263 日元损失中的 35 日元，约 13.3%；半恢复位置约 1,097.5 日元，尚未达到。当前过程没有结束，不能据一天反弹就说修复速度更快。

较早的恢复经历并不一致。2024 年 7 月末至 8 月初从 359 跌至 260 日元之后，收复一半损失花了 121 个交易日；2025 年 3 月至 4 月从 332 跌至 240 日元之后，用 10 个交易日回到 286 日元。恢复能力曾经改善，但这些冲击背景不同，不能将历史用时机械转换成当前上涨期限。现在需要观察实际回返深度和反弹能否保留。F12

10.3｜长期重心上移，不代表所有周期已经稳定

截至 9 月的 12 个月收盘均值约 895 日元，36 个月约 528、60 个月约 423、120 个月约 363。长短期参考仍明显分散，反映近期价格远离过去多年水平，而不是各个周期已经收敛成一个稳定平台。

当前价格回到 900—1,000 日元附近，与 2026 年春夏反复交易的范围相接。这使回落仍可能成为更高区域的重新检验；但若价格持续向下，并在更低位置反复形成交易重心，已有迁移质量也会降低。10 月 20 日成交约 112 万股，21 日反弹约 49 万股，单日恢复尚不足以证明持续承接，更没有成熟的低波压缩证据可以据此预测加速时间。

后续若多周回落在 900—1,000 日元区域逐步终止，再能够保留 1,100 日元以上的交易，会加强二次扩张判断。若持续跌破此前 824—900 日元区域，并在更低位置反复停留，则需要下调对长期抬升质量的评价。这些是结构证据的观察条件，不是机械买卖点。

10.4｜业绩和政策消息之后，价格留下了什么

先保留上述纯价格判断，再看事件时序。5 月 13 日年度业绩公告后，当日收盘 943 日元，随后 14 日 932、18 日 921，盈利恢复公告没有立即留下向上的突破。7 月 30 日第一季度业绩在收盘前公布：29 日收 956，30 日 934，31 日 951，至 8 月 6 日达到 1,059，之后 8、9 月的更高区域逐步保留。它显示数周后的价格接受程度不同于 5 月，但不能把全部涨幅唯一归因于业绩。F13

9 月 18 日加息决定当日收盘 1,129 日元，9 月 25 日升至 1,208，10 月 20 日又回落至 966。政策变化后出现过更高价格，却没有持续守住。加息本身无法替代价格保留的证据。

整体上，2025 年的上涨早于 2026 年实际盈利恢复被披露，之后经营数据提供了部分确认；这不代表市场提前掌握未公开信息。最新阶段则是核心盈利改善、价格明显回撤。二者的不同步提示，经营好转还不足以让最近的高价稳定下来，接下来应分别验证经营持续性和价格恢复。

11｜风险与催化剂：哪些变化会真正改变股东结果

信用成本是最直接的利润敏感项。2026 年 3 月末房地产及租赁相关贷款约 3,714 亿日元，占 15.15%；区域经营、借款人利息负担和抵押物变化都可能影响偿付。以约 2.5 万亿日元贷款计算，额外增加 0.1 个百分点信用损失，约为 25 亿税前；若按 30.5%税率估计，税后约 17 亿，接近全年 90 亿利润预测的 19%。这只是量级压力，并非坏账预测，也不是在公司已经计提的信用成本上重复扣除。F14

若信用成本上升同时遇到存款重新定价和投入费用增加，利润留存将更需要用于资本，分红空间会受约束。证券缩短久期和对冲可以减轻部分利率冲击，却不能代替贷款风险管理。严重压力下，资本不足还可能限制放贷或带来融资稀释；目前资料没有证明银行已经处于这种状态。

正面的变化也应以兑现衡量。中期披露若显示个人与中小企业贷款增长、利差改善且信用成本可控，便能支持从存量重定价走向客户扩张的解释。若费用率继续下降，同时出现 AI 实际使用、服务量和净成本证据，投资计划才开始形成可验证的收益。仅有系统上线或利率上升消息，尚不足以完成这些判断。

12｜研究发现：盈利走在客户结构前面

这次研究最有用的认识，是把“恢复”拆成不同进度。证券巨亏不再重复，使利润表先恢复；存量贷款重定价又让核心收益改善；但目标客户余额还没有同步增长，旧年度税负也不能直接延续。

由此可以解释一个看似矛盾的组合：核心业务利润明显提高，同时贷款利差曾经收窄、个人与中小企业余额下降。不同资产、不同期间和不同利润层次发生变化，总量并不会自动给出同一个答案。

对股东而言，下一步最有价值的证据是这些进度是否汇合：客户增加带来合理收益，投入提高服务产出，正常税负和信用成本之后仍留下更高资本回报。如果不能汇合，盈利恢复仍然真实，但估值重估的幅度就应受到限制。这个认识来自本次对公开资料的组合解释，不意味着有关事实此前没有被其他投资者发现。

13｜下一次值得跟踪什么

下一项证据	为什么重要	会怎样改变判断
个人、中小企业与公共部门贷款分项，以及贷款收益率	区分临时资金配置与目标客户真实扩张	目标客户增长且收益率改善，会增强持续盈利；只见总量增加则不足以确认
中期净利息、存款成本和对冲费用桥	9 月加息早于原计划，净影响尚待实际披露	净收益持续增加可支持预测；资金成本快速追上会削弱改善
税费调节、准备转回与正常信用成本	旧年度较低税负不能直接重复	决定净利润增长有多少可持续，也影响当前 PE 的解释
AI 使用、节省工时如何转为收入或费用变化	上线与股东获益之间仍有距离	可量化净效益支持投入；支出先增而产出迟延会限制回报
监管资本、证券净估值及不良金额	利润增长不一定提高风险缓冲比例	资本和信用质量改善可加强下行防御；分母扩张不能冒充风险减少
900—1,000 日元回落是否稳定、1,100 以上能否保留	区分长期抬升中的检验与进一步下移	多周保留较高区域增强技术判断；持续在 824—900 以下形成更低重心则削弱

早期股价历史的复权与报价覆盖差异仍保留为资料限制，未来若取得统一口径，可完善全上市历史比较；当前不据此作绝对历史新高判断。

14｜Kabugami Score 评分卡

V3.2：58.60／100，Rating B。 得分贡献已经加权，以下各项直接相加等于总分。

模块	权重	得分贡献	判断依据
财务韧性与下行防御	13%	7.80	个人存款、资本及证券风险缩短提供防线，但资本比例未升，信用与流动性义务仍需保留。
竞争优势与结构耐久性	14%	7.70	区域关系可重复，竞争和标准产品替代限制定价权，尚缺强客户经济性证据。
盈利质量、现金转化与资本效率	17%	9.35	本业改善真实，低税与准备转回限制净利年化，回报仍未充分跨过资本成本。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11%	6.60	存贷款和转介已有业务基础，目标客户扩张未证，共有系统和伙伴存

			在依赖。
估值与安全边际	15%	9.00	约 0.63 倍 PB 和 3%计划股息提供一定空间，但低回报足以解释部分折价。
资本配置与股东回报	10%	5.50	分红提高明确，新投入较大，旧计划部分未达，缩减政策股和回购不能预先计入。
治理、所有权与管理层	7%	4.20	独立董事和 ROE 激励有改善基础，效果仍需实际风险与项目决策验证。
Kabugami 技术结构	13%	8.45	多年低区影响减弱，较高运行区域已保留；最新扩张回落，恢复确认仍缺。
合计	100%	58.60	本业恢复有依据，持续回报与价格重新稳定仍需后续证据。

评分表达当前投资条件，不代表证据确定度，也不是上涨概率。对已披露数字的核实充分，不能自动提高股票吸引力。

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。

本报告用于研究与信息交流，不构成针对任何个人的买卖建议或收益承诺。预测、情景和判断均有条件，股价、流动性及公司经营可能变化。研究日期与资料截止为 2026 年 10 月 22 日；价格使用 10 月 21 日完整收盘，最新完整财务期为 2026 年 4 至 6 月。公司预测、远期目标与已实现业绩分别标注，未使用 10 月 22 日盘中价格确认技术状态。

金额除另注明外为亿日元。合并归母利润、单体核心业务、监管资本和会计净资产各自保留口径。季度与全年不能直接混比，存款不当作股东多余现金，净资产不当作保证清算所得。公开发行人资料即使通过交易所或披露镜像取得，仍按发行人陈述理解；供应商案例能验证合作，不是对经济收益的独立审计。

以下发现提供正文与来源的双向联系。来源地址可供打印版核对。

F01｜扭亏与核心业务改善是两个层次

证券损失减少解释大量同比变化，核心业务利润 84→97 亿另行支持经营恢复。限制是历史损失减少不能重复计为增长。返回第 1 章／第 6 章。

来源：2026 年 3 月期决算短信，2026-05-13，https://www2.jpx.co.jp/disc/85500/140120260512526699.pdf ；决算说明，2026-05-27，https://www.tochigibank.co.jp/investment/library/pdf/presentations_20260527.pdf ；历史对照，https://www.tochigibank.co.jp/investment/library/pdf/presentations_20250526.pdf 。

F02｜贷款增长主要由公共部门承接

季度贷款+422 亿，公共部门+438 亿，个人及中小企业合计-85 亿；总量增长不能证明目标客户扩张。地域比例是银行自身构成，不是市场份额。返回第 2 章／第 3 章。

来源：2026-07-30 第一季度说明，https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260730/20260729502565.pdf 。

F03｜转介费用及子公司收益需要保留归属

方案费用中证券转介占较大部分，不能全作企业顾问收入。TT 证券 60%归银行、40%归东海东京，合并不等全部归属。返回第 2 章／第 3 章。

来源：第一季度说明同 F02；TT 证券公司概要，https://www.tochigintt.co.jp/kaisyaannai.html ；发行人有价证券报告，2026-06-19，https://regfis.com/reports/20260619_S100YE6L_E03639_null_010_030000_120 。

F04｜地区竞争与共有系统限制独占优势推断

足利主办行份额不是贷款份额；竞争银行付息率不是栃木利率。NEXTBASE 共同使用支持运营能力，不证明独占技术。返回第 3 章／第 4 章／第 5 章。

来源：足利银行引用的 TSR2025 年调查，https://www.ashikagabank.co.jp/recruit/number.html ；2026-10-01 存款利率，https://www.ashikagabank.co.jp/tameru/yokin/rate.php ；日立 2025-09-04 案例，https://www.hitachi.com/ja-jp/products/digital/highlights/usecases/others/17785244/ 。

F05｜核心增长、证券对冲及资本约束并存

最新核心利润增长有支持，信用成本同时增加。掉期已经计入证券合计估值；监管资本比例未随资本额上升，不良率下降部分涉及分母。返回第 6 章。

来源：2026-07-30 短信，https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260730/20260729502514.pdf ；第一季度说明同 F02。

F06｜低税负限制旧年度净利的简单年化

税前 97.63 亿、税 13.52 亿、少数收益 1.21 亿；30.5%仅用于税敏感度，计算约 66.64 亿，并非完整正常利润预测。递延税资产不等现金。返回第 6 章／第 9 章。

来源：年度短信同 F01；2026-06-19 有价证券报告同 F03，税效果及准备相关附注。

F07｜投入、上线与股东回报之间仍需证据

旧计划部分未达，新计划 AI 与数字化 90 亿、人员 30 亿、网点 120 亿；合作双方披露不证明全部完成或净节支。CES 容量目标未达，保留非银行投入风险。返回第 3 章／第 8 章。

来源：2026-05-27 决算说明同 F01；ABEJA2026-05-19，https://www.abejainc.com/en/news/20260519/1 ；年度设备/子公司披露同 F03。

F08｜政策利率较公司原假设提前提高

日本银行 9 月 18 日决定 9 月 24 日起 1.25%，早于银行 5 月计划的 12 月假设；净利息影响仍需资产负债重定价证据。返回第 4 章。

来源：https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2026/k260918a.pdf ；公司 5 月说明同 F01。

F09｜现价估值及分母

1,001 日元／预测 EPS86.43＝11.58 倍；六月权益 164,835 百万日元／净股数 104,132,465＝BPS1,582.94；PB 约 0.632，计划股息 30／1,001 约 3%。未来目标与情景均不冒充实际。返回第 8 章／第 9 章。

来源：Q1 短信同 F05；英文官方名称和同份数字，https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260730/20260729502567.pdf ；价格，https://finance.yahoo.co.jp/quote/8550.T/history 。

F10｜银行负经营现金流及流动性义务

贷款投放解释大量现金流出，现金仍需支持存款和承诺。质押、未用授信不能忽略，也不能全部当作即时流出。返回第 6 章。

来源：年度现金流量表同 F01；年度质押及授信附注同 F03。

F11｜治理设计与实际资本行动分开

7 名独立董事／14 人、ROE 激励属制度事实；政策股未减、实际回购和计划分红分别评价。东和 1.72% 不是控制证明。返回第 7 章／第 8 章。

来源：2026-07-16 治理报告，https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260716/20260716595185.pdf ；股东页，https://www.tochigibank.co.jp/investment/stock/stock.html ；有价证券报告同 F03。

F12｜长期抬升与最新回撤同时保留

2001 年以来一致月度序列与近五年日线支持价格研究。当前约 21%回撤尚未收复一半，不能由单日反弹确认恢复；1990 资料口径限制绝对历史高点比较。返回第 10 章。

来源：Yahoo Finance 日/月价格接口及公开历史，https://finance.yahoo.co.jp/quote/8550.T/history ；早期高点交叉资料，https://www.rakuten-sec.co.jp/smartphone/market/info/pagecontent?keyword=8550&page=0&pid=201&screener=true&xid=0 。

F13｜消息之后的价格响应不等消息证明技术判断

5 月业绩后未立即扩张，7 月后数周更高区保留，9 月加息后的高价又回落。事件只用于时序比较，不证明单一价格因果。返回第 10 章。

来源：公告 F01、F05、F08 与价格 F12 交叉对照；7 月 30 日公告在收盘前，未错误全部归为次日事件。

F14｜额外信用成本对利润有明显量级影响

约 2.5 万亿日元贷款乘 0.1 个百分点约 25 亿税前，假设税率 30.5%后约 17 亿，约为公司 90 亿预测的 19%。只是敏感度，不是坏账预测。返回第 11 章。

来源：贷款及预测同 F05；地产贷款行业构成同 F03；计算假设在正文明确。

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。