8600 トモニホールディングス株式会社（TOMONY Holdings, Inc.）

Kabugami V3.2 58.8/100 · B

这家公司是做什么的

TOMONY旗下德岛大正银行、香川银行向企业和个人提供存贷款、结算及金融产品销售，集团还经营租赁、信用卡、信用保证和其他金融服务。

最近亮点

2026年4—6月，两银行扣除外币筹资成本后的核心业务利润同比增长23.3%；全年预计分红由26日元增至30日元。

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	0ef1ee72661d3497384cc21ca244535058422865
交付代码版本 SHA	0ef1ee72661d3497384cc21ca244535058422865
交付运行时指纹	e3237c4aef959eff0e59fbaf424688f0c8d362045b428575c32ef6c553665102

先看研究要点

为什么值得研究	核心经营改善有实绩，跨区域业务和系统整合提供发展路径；股价多次回撤后仍保留了高于多年旧区间的位置。
最需要担心什么	全年利润增长很依赖信用费用回落，存款重定价和行业集中限制收益稳定性；历史增发及激励股份交付影响每股回报。
Kabugami 现在怎么看	约 0.66 倍 PB 有条件吸引，但当前资本效率解释了部分折价。持续信用成本、每股资本积累及新高区域保持尚未充分验证，不能仅因低 PB 认定安全边际充足。

01｜投资问题：银行长大以后，每一股是否也更值钱

TOMONY 最新一季的归母净利润增长 25.1%，贷款利息也明显增加。两家银行的核心经营确实在改善，不能把这些变化全部归为一次性收益。但另一个事实值得放在旁边：2026 年 3 月期的集团净利润创出新高，每股收益 83.85 日元，却仍低于 2023 年 3 月期的 87.71 日元。F02F07

差别来自股份数量。2023 年末增资使股数增加约 18.2%，增强资本、支持业务扩张，也提高了此后每一股要分享利润的分母。这不是说融资一定错误，而是提醒我们：集团规模、监管韧性和普通股回报并非同一个结果。

因此，本次最重要的问题是，都市及船舶相关等较高收益贷款，能否在支付更贵的资金、承担正常信用损失和补足增长资本后，持续增加每股收益与权益。新分红政策和系统项目提供了方向；能否兑现，要看上述传递过程，而不是公告数量。

当前判断是条件型改善观察。约 0.66 倍 PB 并不昂贵，但也没有低到可以忽略资产质量与 ROE。股价已经完成跨年的明显上移，最近又从历史高点回落，说明经营改善与较高价格区域的稳定性，需要分别验证。

02｜公司本质与商业模式

TOMONY 于 2010 年由德岛银行与香川银行整合成立，2016 年通过股份交换纳入大正银行，2020 年大正银行与德岛银行合并。目前，德岛大正银行和香川银行均由上市公司全资持有；集团另有租赁、卡片、信用保证、系统等子公司，其中部分存在少数股东。因此，集团全部净资产不能不加区分地当作普通股权益。F01

两银行吸收存款，再配置到企业、个人及公共部门贷款和证券，赚取资金运用与筹资之间的差额；结算、融资安排及金融产品销售带来手续费。银行把资金交给借款人时，收入尚未全部实现，本金风险也没有结束。未来几年收款是否顺利，决定今天较高的贷款利率最终留下多少利润。

持股公司还有一层分配约束。其收入主要依赖银行子公司的分红和管理费；银行必须先满足资本及监管要求，才能向上分配。合并账面有现金，不意味着母公司可以把相同金额立即派给普通股东。这一差别在增长较快或信用损失增加时尤其重要。

03｜客户、产品与投入：高收益贷款需要什么支撑

3.1｜走出本地市场，也走向新的风险选择

公司的经营区域已经超出四国。2026 年 3 月底，两银行贷款地域构成中，大阪、兵库、京都合计约 31.7%，东京约 14.2%；公司披露的东京、大阪地区贷款收益率也高于本地区域。都市业务为增长提供空间，但更高利率本身不能证明更强议价能力，还可能包含客户风险与业务结构的差异。F03

按正式合并报表口径，不动产及物品租赁贷款占 28.35%，运输业占 12.23%。另一个专项口径的船舶出租融资余额，从 2022 年度的 2,552 亿增至 2025 年度的 4,211 亿日元。船舶专项与运输业分类并非可直接相加的独立项目，但两者都提示，资产组合并不是平均分散的地方贷款。

这些客户需要专业判断、行业信息和持续跟踪。船队更新可能增加融资需求，却不能保证运价、船价或船东现金流一直有利。都市房地产的担保物也需要在压力时真正卖得出去。公司的资产增长越依赖这些业务，风险判断能力就越需要用损失实绩，而非贷款余额来证明。

3.2｜存款还在增长，但“便宜的钱”不能想当然

2026 年 3 月期，流动性存款减少，定期存款增加。到 6 月底，两银行存款余额较 3 月底减少约 61 亿日元，可转让定期存单则增加约 376 亿。这不等于资金来源出了危机，却说明贷款扩张背后的筹资结构正在变化。F04

个人客户结构同样需要关注。公司披露，39 岁以下个人账户数量同比约下降 4%，50 岁以上大致持平。地方关系可以留住部分客户，但年轻客户和日常结算使用并不会自动延续。已推出的个人及法人 JCB 借记卡，有助于增加账户的实际使用场景；目前未披露足够的活跃用户和利润数据，不能把它当成已经成熟的新盈利引擎。

3.3｜七套系统合一，节省的是时间，利润还要走下一步

德岛大正银行的销售与授信信息原先分散在七套系统。nCino 案例访谈指出，部分都市客户经理大量时间用于录入和整理资料，统一客户、财务、担保与合同信息，目标是每月减少约 15,000 小时工作量，原计划 2026 年 10 月全面运行。F10

这里的潜在价值不仅是少用纸张。客户经理调动后，新负责人更容易接续信息；少做重复事务，也可能增加客户接触和融资服务时间。但公司打算把人员重新配置到业务，并不等于工资支出会同比例减少。系统改造必须先稳定运行，再把时间转成更好的业务或更低成本，利润才会出现。

截至本次资料截止，尚未取得正式上线后的实际节时与利润效果。供应商案例能够说明原有问题和设计目标，不能替代效果审计。新的前台平台也不会消除核心记账系统、网络安全及本地法制适配的依赖。全年计划增加约 10 亿日元 DX 相关费用，投资在前，回报仍待验证。

04｜竞争格局与产业关系

跨区域经营是 TOMONY 的重要能力，但不是独家能力。阿波银行在德岛有深厚市场基础，也很早就在大阪、东京经营。其 2024 年 9 月底德岛存款和贷款份额分别为 40.98%和 48.18%。这些数字与 TOMONY 资料日期及口径不同，不宜直接拼排名，却足以说明：本地关系和都市业务都面对有经验的竞争者。F11

竞争同时发生在两端。客户可以比较贷款条件，储户也可以比较利息、便利性和附加服务。银行若在贷款端追求更高收益，却在存款端付出越来越高的价格，毛收入的优势未必转为更高净回报。日本银行的金融系统报告也关注地方银行存款竞争和跨区域房地产风险；这是行业反证，不是对 TOMONY 某笔贷款的否定。

船舶脱碳与造船能力建设可能带来更新需求，政府路线图也有相应支持。但造船厂产能、劳动力、船东现金流和航运周期仍会限制项目。行业支持不是直接给 TOMONY 的利润补贴。企业价值担保制度扩展了融资工具，同样没有免除银行识别借款人风险的责任。

05｜护城河：关系有价值，超额回报还没有被证明

两银行积累的存款账户、企业信息和服务网络，不是竞争者一夜之间可以复制的资源。客户把结算、贷款和日常服务放在同一银行，也会形成一定转换成本。这些关系解释了业务为何能够持续，而不是证明银行能够持续收取明显高于风险的价格。

判断强弱，最终要回到经济结果。年轻账户减少、同业长期跨区域竞争，以及仍不高的 ROE，都限制了“强护城河”的说法。系统整合若能提高信息连续性和客户服务效率，会改善已有能力；它不是专利独占，也不能单独证明信用损失更低。

因此，当前更适合把 TOMONY 看成有经营基础、正在改善效率的关系银行，而不是已经验证了高资本回报的复利企业。持续超额回报需要贷款收益、资金成本、信用费用与资本占用共同配合，缺少任何一环都会改变普通股结果。

06｜财务质量：增长是真的，增长来源也需要拆开

6.1｜贷款多收的利息，有多少被资金成本吃掉

2026 年 4—6 月，合并贷款利息同比增加 25.89 亿日元，存款利息增加 22.46 亿。仅比较这两项，净增约 3.43 亿，而不是 25.89 亿。公司约 74.5%的日元贷款可以在一年内重新定价，确有资产收益上行的传导条件；但存款基数和重定价同样重要。F02F04

完整经营结果仍然正面。两银行扣除外币筹资成本后的核心业务利润，由 44.69 亿增至 55.08 亿，同比增长 23.3%。手续费净收益也有增加。这个口径说明，并非所有利润改善都来自回收坏账。

不过，手续费结构还没有显示出一个与贷款同等规模、独立于资金业务的增长来源。上一年度手续费增加主要来自存贷款相关收费，资产管理产品销售收入反而下降。经营模式仍主要依赖资产负债两端，而不是轻资本收费业务已经完成替代。

6.2｜一季净利增长 25%，不能直接推成全年能力

最新一季归母净利润 65.62 亿日元，同比增长 25.1%；经常利润同比增加 22.15 亿，其中信用费用改善贡献 6.51 亿，约占 29.4%。信用改善又有 5.14 亿来自已核销债权回收增加。回收是真实收益，但发生节奏并不平滑。F02

两家银行的表现也不完全一致。德岛大正银行出现信用净收益，香川银行仍有信用费用。把合并后的净回收写成两银行信用质量同时全面改善，会掩盖差异。6 月底两银行不良债权较 3 月底略降，但同比仍增加约 48.48 亿；不良率的细小下降，也可能受到贷款分母增长影响。

把时间拉长，条件更清楚。2026 年 3 月期，合并信用费用从 36.92 亿升至 95.31 亿，吸收了不少核心利润改善。公司披露的突发违约件数从 99 件降至 88 件，金额却由 23.06 亿升至 59.90 亿。笔数减少并不等于风险减轻，大额损失才是这里的关键。

6.3｜全年增长计划，重要支点是信用费用回落

公司预计 2027 年 3 月期归母净利润 178.5 亿日元，比上一年度增长 10.4%，预测 EPS 为 92.93 日元。其计划假设信用费用约 40 亿，不到上一年度的一半；扣除外币筹资成本的核心业务利润预算反而较保守，约下降 5%，同时增加 DX 投入。F05

这使“利润还会增长”的含义发生变化：它不只是贷款继续多赚，还需要去年较高的信用费用正常化。Q1 出现净回收，有利于当期完成进度，却不能证明以后每季都会如此。公司已经加强跨区域信息收集、行业限额和压力测试，这些是修复措施，效果仍要由后续损失与资本表现检验。

6.4｜证券总浮亏减少，债券问题却没有一起改善

6 月底，两银行可供出售证券净浮亏从 66.26 亿缩小到 18.76 亿，表面明显好转。拆开后，股票浮盈增加，债券浮亏却从 174.81 亿扩大到 191.72 亿；持有至到期债券另有约 20.66 亿未实现损失，不在前述合计内。F06

因此，不能用总数改善证明债券久期风险已经修复。股市上涨提供的抵销也可以反转。另一方面，可供出售证券的估值变化已经进入相关权益项目，估值时不能再把同一损失完整扣一次；持有至到期证券则需要单独识别经济差额。会计分类不同，不代表其中一类没有风险。

6.5｜银行现金流为什么不能套工业企业的公式

上一年度经营现金流由约 1,182 亿降至 175 亿日元，主要受存款流入变化影响。银行的存款、贷款及证券本身就是经营活动，不能用经营现金流减资本开支，机械认定自由现金流恶化。约 4,810 亿现金及现金等价物也承担结算和流动性职责，不是可以全部加在股票价值上的闲钱。F13

当年设备投资约 41.67 亿，其中银行约 37.83 亿，主要涉及网点等设施。对银行而言，更重要的扩张投入还包括人员、系统和风险资本。新增贷款即使不需要同等规模的厂房，也需要资本承担未来损失；这正是下一章资本政策不能脱离盈利来看的原因。

07｜股东与治理：制度安排和资本纪律分别观察

官网现任资料及 2026 年 7 月 7 日治理体制显示，公司有 12 名董事，其中 5 名社外董事；审计等委员会 4 名成员均为社外。治理委员会由 3 名代表董事和 5 名独立社外董事组成，独立社外成员占多数并担任委员长。这提供了监督条件，不能单凭人数认定监督一定有效。F09

2026 年 3 月底，Master Trust 及 Custody 的持股属于信托账户，不能当作两个单一决策者。员工持股会、个人股东及日亚化学等也在大股东名单中，但持股事实不足以证明主动主义议程或业务协同，本文不据此增加盈利预期。

政策性持股值得单独看。上市政策持股数量由 22 降至 18，说明并非完全没有减持；但有价证券报告没有设定整体缩减政策及具体资本成本比较方法。部分股份转为纯投资类别后出售，分类改变与实际资金释放也不能混为一谈。未来资本纪律，需要看资产是否产生足够回报，以及退出后资金如何再配置。

08｜资本政策：回报承诺要经过每股结果检验

8.1｜资本率高于法定最低，不代表余额都能分红

6 月底合并监管资本率 9.51%，较 3 月底 9.45%略升。公司的管理目标约 9.5%，由 4%法定最低、3.5%压力损失预备和 2%额外缓冲组成。高于 4%的部分承担风险预算，不能全部称为冗余资本。F08

新计划还希望增加约 3,500 亿日元风险加权资产。贷款增长、保持资本率和提高派息，需要同时分享留存利润。若损失高于计划，管理层必须在增长、回报和资本修复之间重新选择；过去已经使用过增资这一工具。

8.2｜回购了 131 万股，净缩股却远小于这个数字

2026 年 3 月期，公司实际回购约 131.63 万股、耗资约 10 亿日元；同期通过期权行权及限制股奖励交付约 100.30 万股。库存股净增加约 31.38 万股，约相当于流通普通股的 0.16%，并未注销。F07

这不是否认回购已经发生，而是把公告金额转成普通股实际效果。激励股份可以服务于留才和利益一致性，同时也增加分享利润的股份，评价回报必须看净结果。2026 年 7 月又交付约 13.85 万股；10 月 30 日最多约 13.69 万股的员工安排，在本次截止时仍是未来计划，不能写成已经完成。

历史增资的影响更大。2023 年末约 18.2%的股数增加后，每股净资产由 2023 年 3 月底的 1,506.76 日元降至 2024 年 3 月底 1,426.53 日元，到 2026 年 3 月底才回到 1,530.36 日元。资本补充增强集团承载能力，但原有股东需要更多后续盈利才能修复每股价值。

8.3｜分红方向积极，目标仍是目标

公司计划逐步到 2028 年 3 月期达到至少 35%的派息率、至少 40%的总股东回报率。2027 年 3 月期预计每股分红 30 日元，对预测 EPS92.93 日元的派息率约 32.3%。新方针比过去更重视回报，但不能把未来 40%写成当期保证，也不能把累进分红理念理解为不可削减的法律承诺。F08

更重要的检验是：提高回报以后，每股净资产能否继续积累、资本率能否承受正常损失。如果回报改善需要反复折价融资补回资本，普通股获得的价值会与表面派息额不同。

09｜估值与安全边际：0.66 倍 PB 折价了什么

9.1｜价格不高，但也不是只看账面就能得出结论

以 2026 年 10 月 22 日收盘 1,039 日元计算，结合 6 月底普通股权益及扣库存股股数，每股净资产约 1,567.69 日元，对应 PB 约 0.66 倍。历史 EPS83.85 日元对应 PE 约 12.39 倍，公司预测 EPS92.93 日元对应约 11.18 倍；30 日元预测分红对应约 2.89%收益率。F12

这里的股数不是 10 月实时精确值，7 月已知股份交付造成的小幅变化仍需下一正式披露更新。因此，这组估值适合表达约数，而非声称精确到小数点后的实时价值。本文也未取得可靠分析师一致预期，不能把公司预测当成市场共识，再凭空计算超预期幅度。

9.2｜低 ROE 能够解释相当一部分折价

公司 2026 年 3 月期 ROE 为 5.62%，2029 年 3 月期目标为 6.5%，长期 8%仍是更远目标。用一个简化的静态关系说明门槛：在零增长、账面资本稳定等假设下，PB 大致与 ROE 相对股权成本的比例有关。若研究情景采用 8%—10%的股权成本，5.62%ROE 对应约 0.56—0.70 倍 PB，6.5%对应约 0.65—0.81 倍。F12

这不是目标价模型，8%—10%也不是公司最新披露的精确资本成本。它只说明，低于一倍账面并不自动构成错价；资本长期赚不到投资者要求的回报，折价可以有经济原因。持续增加每股收益、改善资本效率，才是估值上移更可靠的依据。

9.3｜信用费用不回落，会怎样改变便宜程度

若信用费用不是公司计划的 40 亿，而是回到上一年度 95.31 亿，其他条件不变，并假设边际税率 30%，税后利润约少 38.72 亿日元，每股约少 20.16 日元。预测 EPS 就会从 92.93 降到约 72.77，对应当前价 PE 约 14.28 倍。

这是透明的敏感性算式，不是盈利预测或概率判断；实际经营可能更好或更差。它的作用是让读者看清：当前估值吸引力对信用费用正常化有实质依赖。现金、政策持股及已进入净资产的证券项目也不能重复加回，制造额外安全边际。

10｜Kabugami 技术结构：长期已经抬高，最近的新高能否留下



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1｜先分清长期上移与一次冲高

本节使用 2010 年 4 月上市以来的价格历史，观察锚点为 2026 年 10 月 22 日。2010 年首日收盘 350 日元，2011 年低至 240；2017 年曾升至 666，随后又在 2020 年回到 256。2019 年 1 月至 2022 年 11 月的月收盘中位数约 328，说明当时长期反复停留的是较低价格区域，而非 2017 年的高点。F14

2023 年又出现一次上移，11 月高至 537，但 12 月最低 366、月收 391，2024 年 8 月再低至 340。早期两轮上升都没有留下稳定的高位，因此现在的问题不只是“是否创新高”，而是回撤之后能保留多少高度。

2025 年以后出现了更有分量的变化。4 月回撤最低 431，随后数月收盘回到约 540；7 月月收 614，9 月 673，12 月 784。2026 年春季虽从 992 回落到 793，3 月至 6 月的月收盘中位数仍约 877，之后夏季再度扩张。多次回返没有重新长期落入旧 300—450 区域，这是跨年价格迁移的主要证据。

10.2｜1100 以上还没有成为稳定区域

2026 年 9 月 28 日最高 1,234，为本次发行人上市以来高点。10 月 6 日仍曾收 1,223，但到 10 月 22 日最低 1,035、收 1,039，距 9 月最高点的低点回撤约 16.1%。9 月 29 日除息 15 日元解释了一部分价

格差，不能解释全部下跌：按 9 月 28 日收盘 1,229 到 1,039，并简单加回 15 日元股息，仍约回落 14.2%。

因此，两种判断必须同时成立：旧低价区域的吸回约束已经明显减弱；但 1,100—1,230 附近出现的时间较短，如今已被跌破，不能称为成熟稳定的更高运行区间。春季约 800—900 的反复停留，比最新高位拥有更充分的保持证据。

周线也显示近端损伤。10 月各周低点依次约 1,157、1,128、1,065、1,035，最后一周尚未结束。高低点向下移动，不会因为长期已经抬高就失去意义。近期成交量并未提供持续放量上升的支持，也不能仅凭缩量宣布回落结束。

10.3｜恢复没有越来越快，最新低点更不能提前下结论

2024 年 8 月、2025 年 4 月及 2026 年 3 月的主要回撤，原始价格高低点幅度分别约 22%、24%和 20%。以回到各次跌幅中间位置的首个日收盘衡量，谷后分别约需 6、3、5 个成交日。三次背景与持续期不同，这个结果不支持“恢复速度持续加快”。

2026 年春季虽然很快收复半程，直到 7 月才重新超过 2 月高点。快速反弹和完整修复不是同一件事。最新 1,035 低点就在观察截止日，尚无后续完整样本，更不能把它当作已经确认的谷底。

长期平均价格的记忆也已上移，但短长之间的距离扩大，说明扩张快于充分消化。当前价格低于近端 20 日、60 日平均值，高于 120 日、200 日平均值，与“长期迁移、短期回落”一致。这些平均值都是同一价格历史的辅助观察，不是多份独立证据，也不是机械买卖信号。当前并非安静压缩、等待可计时突破的状态。

10.4｜事件之后的价格响应，并不总是留下涨幅

在上述独立价格判断之后，再看公开事件的时序。2023 年 12 月 5 日增资决议前后，股价由当日收 477 跌至次日 397，成交明显放大，随后低至 366；直到 2025 年 2 月才重新超过公告前的收盘水平。实际价格损伤持续了较长时间，后来修复并不抹去当年的失败路径。F15

2026 年 5 月 14 日业绩及新回报方针公开附近，股价曾冲高，但随后下跌，6 月最低 824。那次信息没有立即形成更高的稳定区域。7 月以后再扩张，不能反过来把 5 月公告直接写成整段上涨的唯一原因。

8 月 7 日 Q1 公告附近，股价从前日 1,031 升至 1,078，下一交易日又回到 1,030，随后 8 月底收 1,123、9 月底 1,207，先回吐再保留了更高位置。但如今 1,039 又接近公告前后价格区域，八九月的新增涨幅已经明显消退。日线不能分辨公告时刻前后的全部交易，本文不把当日每一笔变化都归因于公告。

跨年迁移早于 2026 年 5 月新计划，所以新计划不是整个上升的起点；五月短响应失败，八月后先留高又回落，则说明公开改善与高价区稳定并不完全同步。这个比较不代表市场预知未公开信息，也不让基本面替代价格证据。

10.5｜后续要看的是回返之后，而不是再数一次新高

当前纯价格状态是：跨年较高区域迁移已有实质证据，但新高后正在较深回返，1,100 以上稳定保持尚未成立。未来完整周、月若停止不断下移，在 1,000 以上形成反复停留，并在下一次扩张后保留高度，结构会更扎实。

反过来，若继续回到春季 800—900 且难以重建更高运行区域，迁移质量需要下调；若长期重新进入旧 400—650 附近，跨年上移的判断将受到更强挑战。这些是观察路径，不是单一价格触发的交易指令。10 月月线及最后一周尚未完成，不作为已完成确认。

11｜风险与催化剂：修复需要什么，又可能怎样被打断

最重要风险不是一个抽象的“经济下行”。房地产或船舶相关大额信用损失，可能让较高贷款收益被坏账费用消耗；同时存款竞争推高筹资价格，债券估值再受损。利润与权益同时承压时，银行需要放缓风险资产、留存更多利润、处置资产或补充资本，股东分红和每股恢复速度都会受影响。

公司拥有修复手段：强化贷前信息、设置行业限额、回收债权、重新定价和调整增长。但处置证券可能实现损失，人员及系统费用不能立即减少，外部增资又可能永久稀释旧股。资本充足与股票具有充分下行保护，必须区分。F06F08

流动性也不能只看期末现金。年报披露未使用贷款承诺约 5,556 亿日元，其中多数一年内或可随时撤销；它们不是全部已经发生的负债，却可能在压力时增加资金需求。四国及大阪的客户、网点和基础设施还面临区域灾害相关性；外币证券及航运客户使没有海外网点不等于没有海外风险。A／稳定信用评级评价的是偿债能力，不是普通股投资收益保证。

近期最有信息量的催化是 11 月中期结果，以及系统整合实际效果。前者可以检验信用成本、资金价格与资本积累，后者检验费用投入能否换来生产率。回报方针已经公开，不能把“再次提到目标”视为新的盈利事实；真正有价值的是兑现程度超出或低于原有条件。

12｜进一步拆开以后，哪些认识改变了

三组总数容易让人过早得出结论：净利润增长，不代表每股收益同步创纪录；可供出售证券总浮亏减少，不代表债券亏损缩小；违约件数下降，不代表损失金额变小。它们共同提醒，TOMONY 的改善不能只看合并后的表面增幅，必须看分母、资产构成和损失严重程度。

还有一个小而具体的例子。公司推出防灾主题三年定期存款，以新资金为条件，每 100 万日元对应零售价值 2 万日元的赠品。德岛大正银行调高目标后仍超过目标额，并提前截止。这是实际获客迹象，但相对集团存款总额规模仍小；赠品零售价不是银行采购成本，也不是年利率。F16

它解释了一个容易被利率表遗漏的问题：资金竞争也可以通过商品、服务和便利性发生。贷款收益率上升之后，银行究竟多留下多少，必须连同这些成本一起判断。同样，软件节省工时若主要用于增加销售，不应提前等同为工资减少。更精确地区分“发生了什么”和“最终赚到什么”，比给每项新措施贴利好标签更有帮助。

13｜下一次值得跟踪什么

待验证问题	为什么会改变判断	下一份有用证据
信用费用能否稳定正常化	若再次接近上一年度高位，全年盈利及当前 PE 吸引力会明显减弱。	中期信用费用拆分、大额损失、不良迁徙及两银行差异。
贷款重定价留下多少净收益	存款转定期、存单和非利息获客成本可能抵销资产端改善。	贷存收益率、资金来源构成、核心利润及活动后留存。
每股资本是否持续积累	集团利润、回购毛额与普通股净结果并不相同。	普通股权益、实际流通股数、期权及限制股交付、净回购。
系统整合是否真正改善生产率	目标节时还不是已实现利润，重新配置人员也不等于减少工资。	正式稳定运行、实际工时、费用与业务质量变化。
债券风险是否改善	股票上涨的抵销可能逆转，合计浮亏掩盖了资产内部差异。	债券与股票分别的估值、对冲及期限风险披露。
新高回撤能否形成稳定停留	长期迁移成立，不等于最新高位已经成熟。	后续完整周月的回返、恢复和再扩张后保持。

借款人级别的压力数据、真实存款留存和可靠市场共识目前仍不足，不能用行业平均或股价猜测补齐。如果未来核心收益增加、正常信用损失可控、每股权益继续积累，改善判断会加强；若增长更多依靠承担集中风险或再次折价融资，低 PB 就可能继续合理存在。

14｜Kabugami Score 评分卡

V3.2 模块	权重	得分	主要依据
财务韧性与下行防御	13	7.80	资本和盈利提供缓冲，但行业集中、债券损失及资金需求限制强防御判断。
竞争优势与结构耐久性	14	7.70	地方关系与跨域经验有价值，尚无独占或持续超额定价的充分证据。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	9.35	核心经营改善真实，信用回收及资金重定价影响持续性，ROE 仍有限。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	7.15	双银行服务基础明确，系统与客户关系有改进路径，效果尚待兑现。
估值与安全边际	15	9.00	约 0.66 倍 PB 有条件吸引，但资本效率与信用费用情景解释部分折价。
资本配置与股东回报	10	5.50	回报方向积极，历史增资和激励交付使每股效果弱于表面回购额。
治理、所有权与管理层	7	3.85	独立监督制度存在，政策持股及资本配置纪律仍需结果检验。
Kabugami 技术结构	13	8.45	跨年较高区域迁移可信，近期新高回撤与高位保持不足构成约束。
合计	100	58.80	B

当前行动判断是观察条件能否兑现，不是因为研究资料较多就提高评分。评分、估值吸引力与研究证据信心各自表达不同问题；中等偏高的证据信心，不代表预期投资收益也有同样高的确定性。

15｜来源、口径与使用边界

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｜发行人及外部第一方资料

- 公司概要与正式身份 (https://www.tomony-hd.co.jp/company/profile.html)、公司历史 (https://www.tomony-hd.co.jp/company/history.html)。
- 2027 年 3 月期第一季度决算短信 (https://www.tomony-hd.co.jp/ir/library/pdf/fina2027q1.pdf)：2026 年 8 月 7 日，利润桥、资本、证券及贷款存款。
- 2026 年 3 月期决算短信 (https://www.tomony-hd.co.jp/ir/library/pdf/fina2026e_tans.pdf)、决算说明补充 (https://www.tomony-hd.co.jp/ir/library/pdf/fina2026e_setu.pdf)。
- 2026 年决算及经营计划说明 (https://www.tomony-hd.co.jp/ir/library/pdf/irlibrary202603.pdf)：业务、利率敏感度、信用风险与计划假设。
- 2026 年有价证券报告 (https://www.tomony-hd.co.jp/ir/library/pdf/sec2026e.pdf)：集团、股东、现金、资本与每股历史。
- 股东回报方针 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26051405.pdf)、资本成本及股价经营说明 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26051406.pdf)。
- 7 月限制股交付完成 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26072301.pdf)、员工限制股计划 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26080702.pdf)。
- 现任董事 (https://www.tomony-hd.co.jp/company/officer.html)、治理体制 (https://www.tomony-hd.co.jp/sustainability/governance.html)。
- 防灾定期存款开始 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26082001.pdf)、10 月安排变更 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26100201.pdf)。
- nCino 完整银行案例 (https://assets.ctfassets.net/ze344jjyx19q/7MTzp3TzCmiTreortxsPSr/1eb0cb68f8fc752b71ff4bb0a0744a75/nCino_Tokushima_Taisho_Bank_Case_Study.pdf)、JCB 个人借记卡公告 (https://www.global.jcb/ja/press/2025/202508011430_card.pdf)、香川法人借记卡 (https://www.kagawabank.co.jp/hojin/jcbdebit_hojin.html)。
- 日本银行 2026 年 4 月金融系统报告 (https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr260421a.pdf)、阿波银行综合报告 (https://www.awabank.co.jp/about/assets/integrated_report2025_2.pdf)、国土交通省造船路线图 (https://www.mlit.go.jp/maritime/content/001895998.pdf)、金融厅企业价值担保制度 (https://www.fsa.go.jp/policy/kigyoukachi-tanpo/)。
- 评级维持公告 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26082601.pdf)、IR 日历 (https://www.tomony-hd.co.jp/ir/calendar.html)。

15.2｜行情与会计口径

行情来自 Yahoo Finance 日本历史入口 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8600.T/history)及其图表历史接口，正式使用 2010 年 4 月 1 日至 2026 年 10 月 22 日上市主体数据。供应商返回的更早前身序列不纳入，24 条零成交量填充值被排除；有效成交日 4,045 条、月度观察 199 个，末月未完成。原始价格不等于含息总回报，除息影响已单独说明。10 月 23 日盘中数据未使用。

JPX 2026 年 3 月股价统计 (https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/price/t13vrt000000xpuw-att/st_202603-2.pdf)独立核对该月开 939、高 951、低 793、收 814，与日线聚合一致。供应商成交量对应立会内交易，不含立会外；这一核对不是对全部上市历史逐日无缺口的认证。

事件日期参考 2023 年增资相关公告(https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_23122601.pdf)、发行定价(https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_23121301.pdf)及当期业绩公告。

本文“2026 年 3 月期”指截至 2026 年 3 月的财年，“2027 年 3 月期预测”不是已经实现的结果。合并与两银行单体合算不可互换。经营计划说明印刷第 9 页的贷款合计 35,861 亿，与正式决算两银行合算 38,561 亿存在矛盾；本文采用正式决算及有价证券报告的对应分母，不把原表自行称为已更正。F17

普通股权益扣除了少数股东及期权相关权益，没有优先股扣除项。估值使用明确披露期末股数，与加权平均 EPS 股数及十月实时股数区分。敏感性中的税率、资本成本为研究假设，并非公司预测或收益承诺。

15.3｜研究发现与正文索引

F01｜集团身份与普通股归属。公司概要 (https://www.tomony-hd.co.jp/company/profile.html)及有报开篇、集团关系、每股信息：两银行全资、其他少数权益、无优先股。正式英文名称亦见公司经营说明。对应 00、02。

F02｜经营与信用回收的利润桥。首季短信(https://www.tomony-hd.co.jp/ir/library/pdf/fina2027q1.pdf)损益表及附件(1)—(5)：贷款利息增加 25.89 亿、存款利息增加 22.46 亿，扣外币成本核心利润增长 23.25%；信用费改善 6.51 亿占经常增益约 29.4%。

分项截尾存在百万日元级舍入差，不人为调平。对应 01、06。

F03｜区域、行业及贷款风险。经营说明(https://www.tomony-hd.co.jp/ir/library/pdf/irlibrary202603.pdf)印刷 9、12、17—18 页和有报行业表：区域收益、船舶专项、违约金额变化；合并不动产比例使用 1,090,696／3,846,705 百万日元。高利率可能补偿风险，不单独证明优势。对应 03、06。

F04｜资金价格与结构。 经营说明印刷 8 页、有报存款构成、首季附件(6)—(8)：可重定价比例、活期转定期、存单增加与年龄账户。存款总量不直接证明低成本粘性。对应 03、06。

F05｜全年预测的条件。年度短信(https://www.tomony-hd.co.jp/ir/library/pdf/fina2026e_tans.pdf)、经营说明印刷 25 页及首季预测不变说明：178.5 亿净利、92.93EPS、约 40 亿信用费用和额外 DX 费用。预测不是正常利润已确认，Q1 不年化。对应 06、09。

F06｜证券与资产质量。 首季附件(9)—(11)：不良债权行别差异、AFS 股票与债券分解、HTM 另列。总浮亏改善不能替代债券风险判断，已进入权益的损失不重复扣除。对应 06、11。

F07｜历史稀释及实际净回购。

有价证券报告 (https://www.tomony-hd.co.jp/ir/library/pdf/sec2026e.pdf)印刷 1、43、46—47、139 页，以及 7 月交付完成 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26072301.pdf)、10 月拟交付计划 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26080702.pdf)。

回购、行权、奖励、注销与未来计划分开。对应 01、08、12。

F08｜资本目标与股东回报。资本经营说明 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26051406.pdf)、回报方针 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26051405.pdf)和首季资本表。

9.5%管理目标不是全部可分配缓冲，35%／40%为渐进目标。对应 08、11。

F09｜实际治理和股东。现任董事 (https://www.tomony-hd.co.jp/company/officer.html)、2026 年 7 月体制 (https://www.tomony-hd.co.jp/sustainability/governance.html)，有报印刷 44、73 页。信托口不等于单一控制者，股东名称不证明交易意图；政策股分类与变现区分。对应 07。

F10｜系统工作流及兑现限制。nCino 完整案例 (https://assets.ctfassets.net/ze344jjyx19q/7MTzp3TzCmiTreortxsPSr/1eb0cb68f8fc752b71ff4bb0a0744a75/nCino_Tokushima_Taisho_Bank_Case_Study.pdf)四页及经营说明印刷 11 页。

七系统合一、工时目标和销售再配置来自实际访谈，非已实现节约；未取得本次截止前稳定运行效果。对应 03、05、13。

F11｜竞争与外部约束。

阿波综合报告 (https://www.awabank.co.jp/about/assets/integrated_report2025_2.pdf)、日本银行金融系统报告 (https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr260421a.pdf)、造船路线图 (https://www.mlit.go.jp/maritime/content/001895998.pdf)。

不同日期份额不拼成同日排名，行业材料不证明个别借款人风险或直接利润。对应 04、05。

F12｜估值及敏感性。 价格来自 F14，财务分母来自首季：PB=1039÷(301118000000÷192077616)；预测 PE=1039÷92.93；股息率=30÷1039。信用费情景为(95.31−40)亿×70%÷192077616≈20.16 日元 EPS；税率及 8%—10%资本成本均为明示研究假设，不是目标价或公司承诺。对应 09。

F13｜现金、投入与流动性。 有报印刷 14、18、31—33 页及担保/承诺附注。母公司上划有约束，银行经营现金流受存款影响，现金及政策股不重复加值。对应 02、06、11。

F14｜完整价格结构。

Yahoo 历史行情 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8600.T/history)、历史接口 (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8600.T)、JPX 月报 (https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/price/t13vrt000000xpuw-att/st_202603-2.pdf)。

上市后全史、日周月、失败后回返、恢复半程与最新未完成观察共同支持技术结论，非单一均线或创新高评分。对应 10、13。

F15｜事件响应与时序。2023 增资追溯公告 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_23122601.pdf)、定价公告 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_23121301.pdf)、2026 年度与首季公告和 F14 行情。

事件不是技术证据，实际冲击、回吐、恢复及留下的高度才构成响应判断。对应 10。

F16｜利率之外的获客成本。防灾存款开始 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26082001.pdf)、安排变更 (https://www.tomony-hd.co.jp/news/pdf/news_26100201.pdf)。赠品零售价不同于银行采购成本及年化利率，规模小也不能外推集团存款优势。对应 12。

F17｜发行人原表口径矛盾。 经营说明印刷 9 页的 35,861 亿为原文印刷，与正式决算两银行合算 3,856,139 百万及合并 3,846,705 百万分开处理；本文不使用错误合计衍生行业贡献。对应 03、15。

本报告为基于公开资料的投资研究，不构成针对任何人的投资建议、收益承诺或交易指令。资料及研究日期 2026 年 10 月 23 日，完整交易日价格截止 2026 年 10 月 22 日；价格、利率、信用及经营结果可能变化。未知与情景假设按其原有性质保留，投资者应独立判断风险。

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。