3192 株式会社白鳩

Kabugami V3.2 36.25/100 · D

这家公司是做什么的

株式会社白鳩（3192）通过自营网站和多个电商平台销售内衣，并经营直营店SHIROHATO。（S23、S24）

最近亮点

2026年10月9日，公司将2026年11月期全年营业利润预测由盈利0.50亿日元下调至亏损1.00亿日元。（S04、S05）

资料截止 2026-11-27 · 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	2026-11-27
研究规则版本 SHA	94951753855a4eb6198d5bc7e8eec79671af2c17
评分版本	V3.2
发布源 SHA	12279b9145a31fc4cca46f044f38d3df921f92ab
交付代码版本 SHA	8bae040a176eca50d55c08d9774e19d3669ec970
交付运行时指纹	9e6acd8f69dd570855efe26f1c3fd6449aebe4e5251d0b9a00ad3db7e23100d0

先看研究要点

为什么值得研究	白鳩拥有长期经营的线上渠道和自有品牌；海外电商被报道为表现稳健，HIMICO 也持续推出新品，但盈利贡献仍待确认。（S24、S15、S13）
最需要担心什么	国内自有品牌销售不振，促销定价压低收益；若销售和利润率继续低于预期，全年亏损可能超过下调后的预测。（S04）
Kabugami 现在怎么看	当前宜观望，先确认国内销售、利润率和现金状况改善，再评估盈利恢复的持续性。（S04） 投资论点：若国内需求回升且促销压力减轻，已有渠道和商品有机会带动营业亏损收窄；仅凭新品发布或海外业务稳健，尚不能确认盈利反转。（S04、S13、S15）

01｜投资问题与当前结论

1.1｜当前要看国内销售能否止跌、利润能否改善

白鳩的核心问题是国内内衣销售能否止跌，并减少亏损。

- 关键依据：2026 年 10 月 9 日，公司将全年营业利润预测由盈利转为亏损。
- 当前答案：销售和利润仍承压，新品能否改善业绩尚待数据确认。
- 判断翻转条件：国内销售回升，同时折扣压力减轻、营业亏损收窄。 [S04][S05][S13]

1.2｜全年盈利预期已转为亏损

公司下调预测后，等待盈利恢复比押注增长更重要。

2026 年 10 月 9 日公布的 2026 年 11 月期前三季度财报显示，累计销售额为 45.84 亿日元，营业亏损 0.63 亿日元。由于上年更改决算期，前三季度没有可比的上年同期数据。

公司将全年销售额预测从 67.50 亿日元下调至 62.30 亿日元，营业损益从盈利 0.50 亿日元改为亏损 1.00 亿日元。按全年预测减去前三季度实绩计算，第四季度需实现销售额 16.46 亿日元，营业亏损控制在 0.37 亿日元；这是差额计算，并非公司单独公布的季度预测。 [S04][S05]

1.3｜国内销售和折扣压力仍是主要变数
自有品牌销售疲弱，促销也在挤压利润。

公司在 2026 年 10 月 9 日的财报中称，国内电商自有品牌商品持续不振，消费者节约开支也影响了其他品牌商品的销售。公司同时提到采购价格、物流成本和竞争压力，并称自有品牌促销定价压低了收益；各因素分别造成多少损失并未披露。

2026 年 10 月 13 日的报道则称海外电商表现稳健，但没有给出收入或利润金额。海外销售能否抵消国内压力，目前无法量化。 [S04][S15]

1.4｜新品和股东回报暂不能改变亏损判断
新品仍在推出，但销量和盈利贡献尚未得到确认。

2026 年 11 月 6 日，白鳩推出自有内衣品牌 HIMICO 的圣诞系列，并开放部分商品预售。新品覆盖年末需求，但公司未公布预售数量或毛利，暂时不能据此上调业绩判断。

资金和股东回报同样需要关注。截至 2026 年 8 月 31 日，现金及存款较上财年末减少 1.60 亿日元；同期存货和借款也有下降，不能仅凭余额变化判断经营现金流。公司截至 2026 年 11 月 27 日的资本政策网页没有列出恢复分红的期限或分红比例目标。

2026 年 11 月 27 日，股价收于 210 日元。接下来需跟踪全年业绩、国内外渠道利润、新品销量及现金流；这些数据将决定亏损收窄是否有持续性。 [S13][S04][S33][S12]

02｜公司本质与商业模式

2.1｜白鳩靠线上销售内衣赚钱
株式会社白鳩的收入主要来自内衣销售，利润取决于商品售价与各项成本之间的差额。

公司经营内衣网络销售和直营店「SHIROHATO」。商品既包括外部品牌，也包括公司企划开发的自有品牌；外部采购对象包括株式会社ワコール、グンゼ株式会社和アツギ株式会社。

线上渠道并非只有自营网站。公司于 1995 年开设自营网店，随后进入楽天市場、Yahoo!ショッピング和 Amazon.co.jp，并于 2022 年进入 Shopee。开店记录不等于各平台当前的销售占比，也不能说明平台收费水平。 [S23][S24]

2.2｜自有品牌销售承压，收入增长未必带来利润
自有品牌能扩大选品，但销售不畅和促销降价会压缩利润。

公司 2026 年 10 月 9 日公布的 2026 年 11 月期前三季度财报（业绩快报，日文原名「決算短信」）显示，累计销售额 45.84 亿日元，营业亏损 0.63 亿日元，净亏损 0.86 亿日元。公司称，国内电商自有品牌持续不振，消费者节约开支也影响了外部品牌的销售。

销售之外，采购和促销同样影响利润。公司在同一份财报中提到，汇率变动推高采购价格，物流成本上升，竞争也在加剧；为促进自有品牌销售采取的价格措施压低了收益。各因素分别造成多少损益，公司没有量化。

公司仍在推出新品。2026 年 11 月 6 日，自有内衣品牌「HIMICO」推出圣诞系列，其中一款开始预售；这表明商品供给仍在继续，但预约数和毛利未披露，不能据此判断新品改变了亏损趋势。 [S04] [S13]

2.3｜单一分部披露掩盖渠道之间的差异

财报把业务列为一个分部，实际经营却横跨国内外电商和门店。

2026 年 10 月 9 日公布的前三季度财报将公司列为单一的网站内衣店事业分部，因此没有分别列出国内电商、海外电商和直营店的收入与利润。2026 年 10 月 13 日的市场报道则称，海外电商表现稳健，国内自有品牌销售仍然疲弱；海外渠道能否抵消国内压力，目前无法按金额判断。

渠道表现也不能简单套用同业数据。株式会社ワコールホールディングス于 2026 年 11 月 25 日披露，其 10 月国内电商销售同比增长 4%，门店销售同比下降 2%。这只反映该公司的渠道变化，不能证明白鳩的销售走势。 [S04][S15][S01]

2.4｜看利润要区分营业表现与净利润

营业利润更能反映日常销售表现，净利润单独转正不足以证明主业改善。

2026 年 1 月 9 日公布的数据中，2025 年 11 月期销售额为 42.08 亿日元、营业亏损 1.31 亿日元，净利润却为 3.14 亿日元。两项利润方向不同，不能仅凭净利润判断内衣销售已经赚钱。

财期变更也限制了直接比较。2025 年 11 月期只有 9 个月，而 2026 年 11 月期为 12 个月；公司没有编制前一财年第三季度财务报表，因而未披露前三季度同比数据。2026 年 10 月 9 日，公司把全年营业利润预测从盈利 0.50 亿日元下调为亏损 1 亿日元，显示全年主业恢复的预期已转弱。

后续需要跟踪渠道收入和利润、商品毛利与库存周转，以及平台费用。2025 年 11 月期净利润与营业亏损出现差异的具体项目，也需要进一步核对。 [S10][S04][S05]

03｜产品、客户与供应链

3.1｜自有品牌新品持续推出，但盈利贡献还不明确

白鳩以网络销售内衣为主，自有品牌能否带来利润仍需观察。

公司经营内衣网店和直营店「SHIROHATO」。销售商品既包括外部品牌，也包括公司企划、自行开发并委托工厂生产的自有品牌商品。

自有品牌「HIMICO」继续推出新品。2026 年 11 月 6 日，公司发售圣诞系列「042 シリーズ」，并开始接受「043 シリーズ」预售；后者计划于 12 月上旬正式销售。

新品覆盖年末需求，但公司尚未公布预订数量、售罄率或毛利。考虑到 2026 年 11 月期第三季度仍有自有品牌商品销售不振，新品推出暂不能视为利润改善。 [S23][S04][S13]

3.2｜客户通过多个渠道购买，国内需求仍承压

白鳩同时经营自营网站、平台网店和海外电商，国内外表现出现差异。

公司沿革显示，自营网站销售始于 1995 年，随后进入「楽天市場」和「Yahoo!ショッピング」等平台，2022 年进入「Shopee」。不同渠道能接触不同客户，但出店记录不能代表各平台的销售占比。

2026 年 10 月 13 日的报道指海外电商表现稳健，国内自有品牌商品销售则持续不振。公司在 10 月 9 日的财报中表示，生活必需品涨价下的节约倾向，也影响了外部品牌在内的整体销售。

国内销售疲弱已经影响全年预期：公司于 2026 年 10 月 9 日把 2026 年 11 月期收入预测从 67.5 亿日元下调至 62.3 亿日元，营业利润预测从盈利 0.5 亿日元改为亏损 1 亿日元。海外渠道表现尚无法量化，不能据此判断其能否抵消国内压力。 [S24][S15][S04][S05]

3.3｜供应商覆盖面较广，议价能力仍难量化

白鳩既向品牌商采购，也委托工厂生产自有品牌，采购成本会影响利润。

公司概要列出 162 家采购交易方，包括「株式会社ワコール」「グンゼ株式会社」和「アツギ株式会社」。这些公司同时拥有各自的业务，集团收入和利润不能直接等同于白鳩选品零售业务。

2026 年 10 月 9 日公布的第三季度财报提到，汇率变动推高采购价格，物流成本上升，市场竞争也趋于激烈。公司还表示，为促进自有品牌销售采取的价格措施压低了收益。

售价和成本之间的空间收窄，会压缩销售带来的利润。公司 2024 年 5 月对 2024 年 2 月期的说明也曾提到，竞争门店降价和平台促销减少影响了利润率；但这不能用来计算本财年各项因素的影响。 [S23][S04][S34]

3.4｜库存下降，但还不能判断周转是否改善

商品库存的账面资金占用下降，但销售和补货情况仍需核对。

2026 年 8 月 31 日的资产负债表显示，商品库存较 2025 年 11 月 30 日减少 2.42 亿日元；同期现金及存款减少 1.60 亿日元。库存余额变化不能直接当作销售增长，也不等同于经营现金流。

接下来需要跟踪客户和供应商集中度、各渠道销售及毛利、平台费用和库存周转。公司尚未量化汇率、物流及促销各自的损益影响，也未披露新品销量；这些缺口会限制对采购议价能力和利润恢复速度的判断。[S04][S13][S16][S23]

04｜竞争格局与产业关系

4.1｜白鳩处在内衣销售环节

白鳩主要靠线上选品和自有品牌销售获取收入，盈利受渠道竞争影响。

株式会社白鳩（以下称白鳩）经营内衣网络销售及直营店「SHIROHATO」。公司概要列有株式会社ワコール、グンゼ株式会社和アツギ株式会社等 162 家采购交易方。

公司也企划自有品牌，委托工厂生产。其自营网站及多个电商平台构成销售渠道，但公司按单一业务分部披露，无法据此比较各渠道的盈利能力。 [S23][S24][S04]

4.2｜服饰线上市场增长，但不能代替内衣需求
服饰电商市场仍在增长，但行业数据不足以证明内衣需求同步扩张。

日本经济产业省于 2025 年 8 月公布，2024 年服饰类电商市场为 2.798 万亿日元，增长 4.74%；线上销售占比为 23.38%，上升 0.50 个百分点。该分类覆盖服装及服饰杂货，不能直接当作内衣市场规模。

株式会社ワコールホールディングス于 2026 年 11 月 25 日披露，2026 年 10 月国内电商销售同比增长 4%，店铺销售下降 2%。这一新数据表明，该公司线上渠道当月仍有增长，但不能代表整个内衣行业。[S36][S01]

4.3｜同业利润分化，集团数据不能直接横比
同业上半财年利润率差距较大，不能把集团表现当作内衣业务表现。

以下均按 2027 年 3 月期上半财年营业利润除以收入计算；其中株式会社ワコールホールディングス使用国际财务报告准则下的销售收入：

- 株式会社ワコールホールディングス：收入 957.46 亿日元，营业利润 36.13 亿日元，利润率约 3.8%。数据于 2026 年 11 月 12 日公布。
- グンゼ株式会社：收入 640.82 亿日元，营业利润 57.78 亿日元，利润率约 9.0%。数据于 2026 年 11 月 5 日公布。
- アツギ株式会社：收入 101.61 亿日元，营业亏损 12.59 亿日元，利润率约为负 12.4%。数据于 2026 年 11 月 12 日公布。

グンゼ株式会社还经营医疗等业务；白鳩则以选品零售为主。业务组合、会计口径及一次性损益不同，不能据此认定谁的内衣业务效率更高。 [S02][S14][S03][S23]

4.4｜价格竞争压缩利润，新品贡献仍待确认
线上市场增长未能消除价格竞争，白鳩恢复利润仍要看销售与毛利。

白鳩在 2026 年 10 月 9 日公布的三季度财报中表示，自有品牌销售不振，促销价格措施也压低了收益。公司将 2026 年 11 月期全年营业利润预测从盈利 0.50 亿日元下调至亏损 1.00 亿日元。

2026 年 11 月 6 日，公司推出自有品牌「HIMICO」圣诞系列，增加年末商品供给；但预约量和毛利尚未披露，不能据此上调利润预期。需要继续跟踪内衣细分需求、平台费用、各渠道利润及采购和物流成本的实际影响。 [S04][S05][S13]

05｜护城河判断

5.1｜渠道和供应商网络是现有资产，但壁垒强度未获验证
白鳩已有长期经营积累，但尚不能认定存在稳固的竞争壁垒。

公司以内衣网售和直营店为主。自营网站于 1995 年 10 月开始销售，2022 年 9 月进驻海外平台「Shopee」。公司概要列有 162 家采购交易伙伴。

多渠道和供应商网络扩大了选品与销售范围，但现有资料不能证明竞争对手难以复制，也不能判断这些渠道能否持续带来超额利润。 [S23][S24]

5.2｜自有品牌可能带来差异化，盈利能力仍待验证

自有品牌有机会形成差异化，目前却尚未形成可靠的利润支撑。

2026 年 10 月 9 日公布的前三季度财报显示，营业亏损 0.63 亿日元。公司称国内电商自有品牌销售持续低迷，促销价格措施也压低了收益。

公司于 2026 年 11 月 6 日推出「HIMICO」圣诞系列新品，并开启部分商品预售。新品延续了品牌供给，但预约数和毛利尚未披露，不能据此认定亏损趋势已经改变。 [S04][S13]

5.3｜线上需求增长不能直接转化为白鳩的优势

电商市场有需求，但平台竞争和促销压力限制了白鳩的定价能力。

日本经济产业省 2025 年 8 月公布的数据中，2024 年服饰类电商市场增长 4.74%；该口径包含服装及服饰杂货，并非内衣细分市场。

2026 年 11 月 25 日公布的「ワコールホールディングス」月度数据显示，其 10 月电商销售同比增长 4%。这是单家公司表现，不能代表行业，也不能证明白鳩获得了同等增长。 [S36][S01][S04]

5.4｜海外渠道和集团关系仍是待验证的潜在优势

海外销售和集团资源可能拓展业务，但现阶段无法量化其壁垒价值。

2026 年 10 月 13 日的报道指出，白鳩海外电商表现稳健，但未给出收入或利润贡献。海外渠道若能扩大且保持盈利，才可能减轻国内销售低迷对现金流的压力。

公司于 2025 年 10 月加入「エア・ウォーター」集团。后续需跟踪海外渠道利润、平台费用，以及集团协作的实施进度和实际收入；现有资料不足以确认这些优势已经产生。 [S15][S24][S04]

06｜财务质量与现金流

6.1｜利润改善仍需依靠主营业务

截至第三季度，主营业务仍在亏损，全年盈利预期已转为亏损。

2026 年 10 月 9 日公布的财报（业绩快报）显示，2026 年 11 月期前三季度收入为 45.84 亿日元，营业亏损 0.63 亿日元，净亏损 0.86 亿日元。公司同期把全年营业利润预测从盈利 0.50 亿日元下调至亏损 1.00 亿日元。

公司称，国内电商自有品牌销售持续不振，消费者节约开支也影响其他品牌销售；自有品牌促销价格措施则压低收益。收入和利润率同时承压，使销售增长未必能直接转化为现金积累。各因素分别造成多少损失，公司没有披露。

11 月 6 日推出的自有品牌 HIMICO 圣诞系列，增加了年末商品供应，但预售数量和毛利尚未公布，暂不能据此上调盈利预期。 [S04][S05][S13]

6.2｜净利润不能单独代表经营质量
上一财年虽然录得净利润，营业业务实际上仍处于亏损。

2026 年 1 月 9 日公布的数据中，2025 年 11 月期收入 42.08 亿日元，营业亏损 1.31 亿日元，净利润 3.14 亿日元。净利润为正，但营业亏损表明不能仅凭净利润判断主营业务已恢复盈利。

该财年因变更决算期只有 9 个月，不能直接与 2025 年 2 月期的 12 个月全年业绩比较。2025 年 2 月期营业利润为 0.35 亿日元，净利润为 1.23 亿日元；此前盈利水平也不足以证明此后亏损会很快消失。[S10][S20]

6.3｜现金和存货都在减少
截至第三季度末，资产收缩伴随现金下降，短期流动性需要跟踪。

2026 年 10 月 9 日公布的资产负债表显示，截至 8 月 31 日，总资产为 51.07 亿日元，较 2025 年 11 月 30 日减少 6.80 亿日元。同一期间的主要变化如下：

- 现金及存款减少 1.60 亿日元，期末余额为 4.83 亿日元。
- 应收账款减少 1.95 亿日元，商品存货减少 2.42 亿日元。
- 短期借款减少 2.50 亿日元，长期借款减少 0.26 亿日元。

存货和应收账款减少，有助于降低占用资金；但现金也同步减少，且借款余额下降。资产负债表只反映期末余额变化，不能据此认定这些变化分别产生了多少经营现金流。

较 2026 年 2 月 28 日，8 月末商品存货从 10.51 亿日元回升至 11.36 亿日元，现金及存款则从 6.49 亿日元降至 4.83 亿日元。年末商品销售和库存回收情况将影响后续资金占用。 [S04][S09]

6.4｜最近一期经营现金流仍待确认
历史经营现金流曾为正，但不足以确认最近一期的资金来源。

2025 年 4 月 11 日公布的 2025 年 2 月期全年数据中，经营现金流为流入 3.26 亿日元，投资现金流为流出 0.36 亿日元，筹资现金流为流入 0.71 亿日元，期末现金及现金等价物为 5.54 亿日元。经营现金流为正时，公司有资金用于投资；但这是较早财期的数据。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司资本政策页面提出保持充足股东资本，并考虑内部留存、业绩和财务状况，争取持续稳定分红。2025 年 11 月期实际全年股息为零，2026 年 11 月期的分红预测在 4 月 10 日公布的一季度财报中仍未确定。

后续需要跟踪前三季度经营现金流明细、借款到期和利率条件，以及最新分红安排。没有这些信息，尚不能判断现金下降中有多少来自经营亏损、还债或其他用途。 [S20][S33][S09][S04]

07｜股东、董事与治理

7.1｜母公司变更后，集团关系仍需核实
白鳩已加入新的企业集团，但持股与协同效果仍不清楚。

公司沿革显示，2025 年 10 月，エア・ウォーター株式会社将株式会社歯愛メディカル纳为子公司，随后成为白鳩的母公司。母公司变化使集团内交易和资源分配成为股东需要关注的问题。

截至 2026 年 11 月 27 日，尚未确认主要股东持股及表决权比例，也没有可核验的集团销售协同金额或实施日期。 [S24]

7.2｜经营亏损让资本纪律更重要

全年预期转亏，资本支出与现金使用需要更严格观察。

2026 年 10 月 9 日，白鳩将 2026 年 11 月期全年营业利润预测从 0.5 亿日元下调为亏损 1 亿日元。公司称自有品牌销售不振，促销价格措施也压低了收益；盈利恢复直接关系到内部资金积累。

截至 2026 年 8 月 31 日，现金及存款较 2025 年 11 月末减少 1.60 亿日元，短期借款减少 2.50 亿日元。两项均为资产负债表余额变化，不能直接当作经营现金流。 [S04][S05]

7.3｜分红方针存在，恢复时间尚未明确

公司提出稳定分红方针，但目前缺少恢复分红的期限。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司资本政策称将保留足够股东资本，并结合留存收益、业绩及财务状况，力争持续稳定分红。页面没有列明派息率目标或恢复分红期限。

2025 年 11 月期全年实际分红为每股 0 日元。2026 年 4 月 10 日的一季度财报中，2026 年 11 月期全年分红预测仍为未定；其后预测是否变化需要核实。 [S33][S09]

7.4｜管理层监督与信息安全仍需跟踪

董事会监督安排尚未核实，信息安全也需要持续检查。

白鳩在 2025 年 12 月 1 日披露，网站个人信息可能被查看的客户最多为 176 人。公司当时表示，信用卡信息和密码没有泄露，并暂停相关楽天 ID 关联功能，直至完成根本修复及安全确认。

仍需跟踪以下事项：

- 役员及独立董事构成如何，董事会怎样监督管理层？
- 与母公司及集团公司的交易如何审批，条件是否公允？
- 信息安全修复是否完成，相关功能是否恢复？ [S11][S24]

08｜资本政策

8.1｜分红方针存在，恢复分红时间未定

公司希望维持稳定分红，但目前没有明确的恢复分红时间表。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司资本政策提出，在考虑留存收益、业绩和财务状况后，争取持续、稳定分红，同时保留足够的股东资本以把握业务机会。

实际分红仍受盈利能力约束：2025 年 11 月期全年每股分红为 0 日元。2026 年 4 月 10 日公布的一季度财报中，2026 年 11 月期全年分红预测为未定。

公司未列出具体的分红支付率目标或限期恢复分红的目标，投资者暂不能按既定日期预期现金分红。[S33][S09]

8.2｜全年转亏收紧资金运用空间

全年预测转为亏损，分红和其他资金用途都面临约束。

公司在 2026 年 10 月 9 日将 2026 年 11 月期全年净利润预测，从盈利 0.14 亿日元下调至亏损 1.35 亿日元。国内自有品牌销售低迷，促销价格措施也压缩了收益。

截至 2026 年 8 月 31 日，与 2025 年 11 月 30 日相比，现金及存款减少 1.60 亿日元；短期借款减少 2.50 亿日元，长期借款减少 0.26 亿日元。资产负债表余额的变化不能直接当作经营现金流，资金来源和偿债安排仍需结合现金流明细判断。 [S04][S05]

8.3｜加入集团尚未带来可量化的资本回报

母公司变更扩大了集团背景，但具体协同收益尚未确认。

根据公司沿革，2025 年 10 月，エア・ウォーター将歯愛メディカル纳为子公司后，成为白鳩的母公司。这是集团控制关系的变化，不能直接视为白鳩自身完成了收购。

集团销售网络能否帮助白鳩改善收入和盈利，还要看具体合作安排及实际金额；现有资料不足以将潜在协同计入股东回报。 [S24]

8.4｜回购、增资与并购仍需核对

回购、增资和白鳩自身并购的安排，目前缺少可核实的信息。

后续需跟踪公司是否公布相关计划，以及资金用途、规模和实施条件。若发生增资，还应核对现有股东的持股比例是否被摊薄；若发生并购，则需核对收购价格及资金来源。

同时需要取得较新的现金流明细、借款期限与利率，以及 2026 年 11 月期的最新分红安排，才能进一步判断资本政策的执行空间。 [S04][S09][S21][S33]

09｜估值与安全边际

9.1｜亏损预测下，市盈率暂不适用

全年由盈利预测转为亏损，市盈率暂不能用于判断便宜。

2026 年 10 月 9 日，白鳩将 2026 年 11 月期全年净利润预测从 0.14 亿日元下调为净亏损 1.35 亿日元。原先的盈利预测已失效，按亏损计算预测市盈率（PER）不适用。

2025 年 11 月期净利润为 3.14 亿日元，但同期营业亏损 1.31 亿日元，且该财年只有 9 个月。用这一年的每股收益计算市盈率，不能直接代表持续盈利能力。 [S04][S05][S10]

9.2｜市净率需要结合资产质量看

市净率只能提供账面参照，低于净资产也不等于下跌有保障。

截至 2026 年 11 月 27 日，白鸠股价为 210 日元。用于计算同日实绩市净率（PBR）的最新每股净资产未能确认，不能仅凭股价断言股票折价。

2026 年 2 月末，公司总资产为 52.09 亿日元，净资产为 24.91 亿日元；其中有形固定资产为 29.93 亿日元。建筑和土地属于账面资产，但其变现价格及所需时间未知，不能直接当作股东可回收现金。 [S12][S09]

9.3｜安全边际取决于亏损收窄和现金状况

安全边际首先来自经营止亏，其次才是账面资产支撑。

2026 年 10 月 9 日公布的前三季度财报显示，累计营业亏损 0.63 亿日元。公司全年预测为营业亏损 1 亿日元；两者相减，意味着四季度营业亏损需控制在 0.37 亿日元左右。这是差额计算，并非公司单独公布的季度预测。

公司称，自有品牌销售不振影响收入，促销价格措施压低收益。若销售改善仍靠降价，收入回升未必能同步带来利润。2026 年 11 月 6 日推出的 HIMICO 圣诞系列提供了新品，但销量和毛利尚未披露，不能据此上调盈利判断。 [S04][S13]

9.4｜资产支撑仍要接受现金和流动性检验

账面资产和无分红现状，都不足以单独构成安全边际。

截至 2026 年 8 月末，现金及存款较 2025 年 11 月末减少 1.60 亿日元，短期借款减少 2.50 亿日元。这些是资产负债表余额变化，不能直接当作经营现金流；亏损能否停止消耗资金仍需跟踪。

公司截至 2026 年 11 月 27 日的资本政策提出争取稳定分红，但没有给出恢复分红的期限。2026 年 11 月期分红预测截至 4 月 10 日仍未确定，不能把股息作为已知回报。

2026 年 11 月 27 日成交量约 2.38 万股，单日成交额约 500 万日元；成交较少时，买卖可能影响成交价格。后续还需核实最新每股净资产、现金流、借款期限及新品销售，才能判断资产折价是否足以补偿亏损风险。 [S04][S09][S12][S33]

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｜长期下行后的反弹还未改变大结构

股价从历史高位长期回落，最新反弹仍处在低位。

月线从 2014 年 4 月开始。图上可见，股价在 2015 年前后冲至约 920 日元，随后回落；2018 年 3 月再创 1125 日元的全历史高点。

2018 年高点之后，股价逐步退回较低区间。图上 2020 年前后曾下探约 200 日元。

其中，2023 年 5 月冲高至 574 日元，2026 年 4 月又升至 530 日元。但两次冲高后，价格均未能持续留在高位。到 2026 年 11 月，股价下探 161 日元，创这段月线历史新低。

以 2026 年 11 月 27 日收盘价 210 日元计，股价较 2018 年高点下跌 81.3%。低位反弹已经出现，但长期下行后的修复还处于早期。 [S12]

10.2｜今年春季放量冲高，涨幅随后大幅回吐

4 月的放量上涨未能延续，随后数月价格持续走弱。

2026 年 3 月收于 325 日元，4 月最高触及 530 日元，月末收于 492 日元。4 月成交量为 1023 万股，明显高于 3 月的 73.04 万股，显示那轮上冲伴随成交放大。

但后续价格没有守住高位：5 月收于 365 日元，6 月收于 345 日元，7 月收于 290 日元。5 月成交量降至 92.1 万股，价格回落时，4 月的成交热度也未延续。

- 2026 年 9 月收于 235 日元，跌破此前数月主要交易区间。
- 10 月收于 197 日元，当月最低 190 日元。

- 11 月下探 161 日元后反弹，11 月 27 日收于 210 日元。

从 530 日元高点到 161 日元低点，跌幅为 69.6%。210 日元较低点反弹 30.4%，但仍较 4 月高点低 60.4%；这轮反弹尚未收复大部分跌幅。 [S12]

10.3｜210 日元附近先看反弹能否站稳

短线反弹已越过 200 日元，但上方仍有连续压力。

2026 年 11 月 27 日，股价在 202～218 日元之间波动，收于 210 日元，较前一交易日上涨 1 日元，涨幅 0.47%。当日成交量约 2.38 万股，不能单凭一天的量价判断突破已经成立。

向上先看 214～218 日元。11 月 25 日最高 214 日元，27 日最高 218 日元；股价需要越过并守住这一带，才有进一步修复的价格证据。

再往上看 233～247 日元。233 日元是 2026 年 9 月低点，247 日元是 10 月高点；此前跌破的区域可能成为反弹压力。若价格升至该区后再次回落，仍需防范反弹受阻。

向下先看 200 日元附近能否守住。若跌回其下，11 月 20 日低点 173 日元和 11 月 24 日低点 175 日元可作为下一组观察位置；161 日元则是全历史低点，跌破会令低位反弹判断进一步转弱。 [S12]

10.4｜月线均线和动量仍偏弱

月线价格仍在主要均线下方，反弹尚未形成趋势突破。

2026 年 11 月 27 日盘中截图显示，9 月、12 月、24 月和 60 月指数均线分别约为 270、278、288 和 304 日元。截图价格为 213 日元，低于这些均线，均线区间因此是更上方的压力带。

同一截图中，布林带下轨约 170 日元，中轨约 291 日元。11 月低点曾落在下轨下方，随后价格回到下轨之上；这反映低位出现反弹，尚不足以确认已回到中轨附近的交易区间。

月线 MACD 柱仍为负，快线低于信号线。价格反弹与动量指标转强并不同步，因此需要继续观察后续月线，而不能把一次低位回升直接当作长期趋势反转。

这些指标来自 11 月 27 日盘中截图，11 月月线当时尚未结束；均线、布林带和 MACD 数值会随月内价格变化。

10.5｜技术裁决仍是低位反弹

当前按低位反弹看待，突破与回踩结果决定下一步判断。

11 月 27 日收盘价 210 日元高于 161 日元的月内低点，但仍低于春季冲高后的主要月线交易区间。先观察价格能否突破 214～218 日元，再看回踩时能否守住；仅有盘中冲高，不能视为站稳。

若突破后成交量配合，并继续收复 233～247 日元，短线修复的证据会更充分。若反弹缩量、冲高后重新跌回 200 日元下方，则要重新留意 175 日元附近及 161 日元的支撑。

更长期的判断还要看价格能否逐步收复 270～304 日元的截图均线区。距离这些位置仍有空间，在此之前，将反弹视为趋势反转缺少足够价格证据。

跟踪时需区分时点：图上的 213 日元是 11 月 27 日盘中值，野村证券所示当日最终收盘为 210 日元；11 月月线仍在形成，后续高低点和指标可能变化。 [S12]

10.6｜图表与行情数据核对

正文以 TradingView 月线全历史图为准，行情数据只用于近一年的精确价格。

- 数据：行情数据以 2026 年 11 月 26 日为月线暂定截止日，11 月暂定收盘 209 日元；野村证券显示 11 月 27 日收盘 210 日元；图：2026 年 11 月 27 日盘中截图的月线最新价为 213 日元；处理：时点不同。正文以 11 月 27 日最终收盘 210 日元为最新价格，并将图中 213 日元注明为盘中值。
- 数据：截至 2026 年 11 月 26 日的 11 月暂定月线高点为 214 日元；11 月 27 日当日高点为 218 日元；图：截图中 11 月月线高点为 218 日元；处理：数据覆盖日期不同。正文采用 11 月 27 日高点 218 日元，并保留 11 月 26 日以前的 214 日元作为近期参考。
- 数据：全历史高点为 2018 年 3 月 1125 日元，低点为 2026 年 11 月 161 日元；图：图上可读高点约 1120 日元、低点约 160 日元；处理：图与数据的历史极值位置一致，价格差异来自图上读数精度；正文采用行情数据中的精确价格。

11｜风险与催化剂

11.1｜国内销售不振可能扩大亏损

国内自有品牌销售和利润率仍是全年业绩的主要风险。

2026 年 10 月 9 日公布的前三季度财报显示，白鳩实现收入 45.84 亿日元、营业亏损 0.63 亿日元。公司将全年预测从营业盈利 0.50 亿日元下调至亏损 1.00 亿日元。

公司称，自有品牌销售不振，节约倾向也影响其他品牌销售；促销定价则压低收益。采购价格、物流成本和竞争也带来压力，但各因素的损益影响未单独披露。

- 触发条件：第四季度销售继续低于预期，或促销后利润率未能恢复，全年亏损可能超过下调后的预测。
- 参照标准：按全年预测减前三季度实绩计算，第四季度需收入 16.46 亿日元、营业亏损不超过 0.37 亿日元；这并非公司单独发布的季度预测。 [S04][S05]

11.2｜现金减少和交易量有限会放大风险

持续亏损会消耗财务余地，交易量有限也会影响进出。

截至 2026 年 8 月 31 日，现金及存款较 2025 年 11 月末减少 1.60 亿日元，短期借款减少 2.50 亿日元。余额变化不能直接当作经营现金流，但后续偿债与补充库存都需要现金。

2026 年 11 月 27 日，股价收于 210 日元，当日成交量约 2.38 万股、成交额约 500 万日元。单日数据不能代表长期流动性，大额交易仍需关注成交量。

- 触发条件：亏损延续且现金继续下降，或借款到期时融资条件收紧，资金压力可能上升。
- 触发条件：成交持续不足时，较大买卖订单可能更难按预期价格成交。 [S04][S12]

11.3｜全年业绩好于下调预测可带来催化
第四季度销售和亏损好于下调后的预测差额，是近期最直接的催化条件。

2026 年 10 月 9 日的下调已把全年盈利预期改为亏损。若第四季度收入超过 16.46 亿日元，同时营业亏损小于 0.37 亿日元，按前三季度实绩加总，全年将好于下调后的收入及营业损益预测。

新品提供了观察点，但销售贡献尚未确认。2026 年 11 月 6 日，白鳩推出 HIMICO 圣诞系列：042 系列当日发售，043 系列开始预售，常规销售计划于 12 月上旬开始。

- 触发条件：公司公布的第四季度销售和利润好于上述参照额，且全年实际结果好于下调后的预测。
- 时间边界：2026 年 11 月期于 11 月 30 日结束；043 系列 12 月的常规销售属于下一财年，不能全部计入本财年。 [S04][S05][S13][S25]

11.4｜海外销售和集团协同需要金额支持
海外销售及集团协同若形成可量化贡献，才可能改善盈利预期。

2026 年 10 月 13 日的报道指海外电商表现稳健，但国内自有品牌持续疲弱。白鳩未披露国内外渠道的收入和利润，因此目前无法判断海外增长能否抵消国内亏损。

公司沿革显示，エア・ウォーター于 2025 年 10 月成为白鳩的母公司；截至 2026 年 11 月 27 日的资本政策页面提出追求稳定分红，但没有设定恢复分红的期限。

- 触发条件：海外渠道披露收入或利润增长，并足以改善公司整体业绩。
- 触发条件：集团协同公布实施时间和可核验的销售或利润贡献；恢复分红也需有明确公告。

仍需跟踪渠道利润、库存回报、现金流明细和集团协同金额。新品销量与毛利未披露，现阶段不能把产品发布当作业绩改善。 [S15][S04][S24][S33][S13]

12｜反常识发现

12.1｜销售增长不能直接换来盈利
白鳩的关键问题是销售能否留下利润，而非只有销售额。

2026 年 10 月 9 日公布的财报显示，2026 年 11 月期前三季度销售额为 45.84 亿日元，营业亏损 0.63 亿日元。公司同日把全年营业利润预测从盈利 0.50 亿日元下调至亏损 1.00 亿日元。

公司称，国内自有品牌销售不振，促销价格措施也压低了收益。同时，采购价格和物流成本面临上涨压力。即使促销带来订单，如果利润率未改善，股东仍可能面对亏损。 [S04][S05]

12.2｜海外电商向好不能掩盖国内压力

12.3｜海外销售能否抵消国内压力尚无法判断
海外电商表现稳健，但能否抵消国内业务压力尚无法判断。

2026 年 10 月 13 日的报道指出，白鳩海外电商表现稳健，但国内自有品牌仍销售不振。公司没有披露国内外渠道的收入和利润，因此无法判断海外业务能否弥补国内压力。

渠道增长也不等于白鳩会同步受益。ワコールホールディングス（内衣企业）2026 年 11 月 25 日披露，其 10 月国内电商销售同比增长 4%，店铺销售下降 2%。这是另一家公司的渠道表现，不能直接套用到白鳩。 [S15][S04][S01]

12.4｜圣诞新品的销售时间跨越财年

圣诞商品带来的订单，不一定全部计入当前财年。

白鳩在 2026 年 11 月 6 日推出 HIMICO（自有内衣品牌）圣诞系列：042 系列当日发售，043 系列同日开始预售，常规销售计划在 12 月上旬开始。白鳩财年截至 11 月 30 日，新品销售时间因此跨越两个财年。

按 10 月 9 日下调后的全年预测与前三季度实绩相减，第四季度需要实现销售额 16.46 亿日元、营业亏损控制在 0.37 亿日元。该差额并非公司单独发布的季度预测；预售收入何时确认以及实际销量仍需跟踪。[S13][S25][S04]

12.5｜库存下降不等于现金压力消失

库存和借款同时减少，不能单凭资产负债表认定现金流改善。

截至 2026 年 8 月 31 日，与 2025 年 11 月 30 日相比，商品库存减少 2.42 亿日元，短期借款减少 2.50 亿日元，现金及存款也减少 1.60 亿日元。库存占用下降与现金减少同时发生，不能把其中任一变化直接当作经营现金流。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司的资本政策仍以保留足够股东资本、争取稳定分红为原则，但没有给出恢复分红的期限。2025 年 11 月期实际分红为零；后续需跟踪全年现金流、借款偿还条件和分红安排。[S04][S33][S09]

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜先看全年亏损是否收窄

下一次复核的重点，是全年业绩能否达到下调后的预测。

2026 年 10 月 9 日，白鳩将 2026 年 11 月期全年预测从营业盈利 0.50 亿日元下调至亏损 1.00 亿日元。全年财报公布日期仍需确认。

- 全年收入和营业损益是多少？按预测与前三季度实绩之差计算，第四季度需实现收入 16.45919 亿日元、营业亏损 0.37253 亿日元；这不是公司单独公布的季度预测。
- 自有品牌销售和利润率是否改善？公司称其销售不振及促销定价压低收益，恢复情况将影响未来盈利。
- 现金流如何变化？2026 年 8 月末现金及存款较上年 11 月末减少 1.60115 亿日元，还需看全年经营现金流及借款偿还情况。 [S04][S05]

13.2｜新品要看销量和利润
新款持续推出，但能否改善业绩要看订单和毛利。

白鳩于 2026 年 11 月 6 日推出内衣品牌 HIMICO 的圣诞系列：042 系列当日发售，043 系列开始预售，计划 12 月上旬正式销售。

- 预售和正式销售有多少订单？043 系列的 12 月正式销售已进入下一财年，不能全部计入 2026 年 11 月期。
- 新品的毛利、折扣和库存表现如何？只有销售增长转化为利润，才能改变自有品牌承压的判断。[S13][S04]

13.3｜渠道增长需要分开核对
海外销售能否抵消国内业务压力，尚无法判断。

2026 年 10 月 13 日的报道指海外电商表现稳健，但没有给出收入或利润。国内自有品牌销售不振则已反映在全年预测下调中。

- 国内与海外渠道的销售额和利润是否披露？没有分渠道数据，就无法判断海外电商对亏损的抵消程度。
- 同业线上表现能否持续？ワコールホールディングス于 2026 年 11 月 25 日披露，其 10 月电商销售同比增长 4%，门店销售下降 2%；这只能作为单家公司渠道对照。 [S15][S04][S01]

13.4｜股东回报和集团协同仍待落实
资本政策有原则，但分红时间和集团协同金额仍不明确。

截至 2026 年 11 月 27 日，白鳩的资本政策提出稳定分红目标，但没有给出恢复分红的期限。2026 年 11 月 27 日股价为 210 日元，当日成交额约 500 万日元，交易时也要关注流动性。

- 分红预测何时明确？2026 年 11 月期的年度分红在 4 月 10 日财报中仍为未定。
- 集团协同何时产生收入？エア・ウォーター于 2025 年 10 月成为母公司，后续需核对销售合作的实施日期和金额。

下次复核还需补齐全年财报日期、渠道费用、库存周转及借款条件；目前无法量化各项因素对现金流的影响。 [S33][S12][S09][S24][S04]

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜36.25/100 分、D 级：盈利转亏和长期弱势拉低判断，渠道积累与资产提供一定支撑
Kabugami 评分 V3.2：36.25/100 分，评级 D（40 分以下档）。

动作：WATCH（观望）：等待全年业绩、国内销售与利润率改善得到验证，暂不凭新品或低位反弹追买。（S04、S13、S12）

各模块得分/满分：

- 财务韧性与下行防御 5.85/13 分：截至 2026 年 8 月末，现金及存款为 4.83 亿日元，较上年末减少 1.60 亿日元；同期短期借款减少 2.50 亿日元。库存和应收账款下降可减少资金占用，但不能据此认定经营现金流改善。偿债期限和近期现金流明细未确认，限制了对流动性的判断。（S04）
- 竞争优势与结构耐久性 4.9/14 分：白鳩自 1995 年经营自营网店，并列有 162 家采购交易方，渠道和选品已有积累；但这些资源是否难以复制尚未验证。2026 年 11 月期自有品牌促销压低收益，显示定价能力面临压力。海外渠道若能持续盈利，可能成为反证，目前贡献未知。（S24、S23、S04、S15）
- 盈利质量、现金转化与资本效率 4.25/17 分：2026 年 11 月期前三季度营业亏损 0.63 亿日元，公司将全年预测由盈利 0.50 亿日元改为亏损 1.00 亿日元。2025 年 11 月期虽有净利润 3.14 亿日元，同期仍营业亏损 1.31 亿日元，净利润不能证明主业持续盈利；若后续销售和利润率同步改善，判断可上修。（S04、S10）
- 商业结构、产品、客户与关键依赖 4.95/11 分：白鳩销售外部品牌和自有品牌，并通过多个平台接触客户。2026 年 11 月 6 日推出的 HIMICO 圣诞系列延续了新品供给，海外电商也被报道为表现稳健。但新品订单、毛利及国内外渠道利润均未披露，暂无法判断商品和渠道能否带来盈利增长。（S23、S13、S15）
- 估值与安全边际 6.75/15 分：2026 年 11 月 27 日收盘价为 210 日元，但总市值和最新每股净资产未获确认，无法判断是否存在资产折价。全年预测净亏损 1.35 亿日元，预测市盈率不适用；2026 年 2 月末净资产 24.91 亿日元提供账面参照，但资产变现价值仍未知。（S04、S09、S12）
- 资本配置与股东回报 3.5/10 分：公司提出保留股东资本并争取稳定分红，但 2025 年 11 月期每股分红为 0 日元，2026 年 11 月期分红预测在 4 月财报中仍未确定。保留资金有助于应对经营需要，但没有恢复分红期限或派息率目标，股东近期现金回报缺少依据。（S09、S33）
- 治理、所有权与管理层 2.8/7 分：エア・ウォーター株式会社于 2025 年 10 月成为白鳩母公司，集团交易和资源分配因此需要监督，但持股比例、独立董事安排及关联交易审批尚未核实。公司 2025 年 12 月披露最多 176 名客户信息可能被查看，信用卡信息和密码未泄露，修复进度仍待确认。（S24、S11）
- Kabugami 技术结构 3.25/13 分：股价从 2018 年 3 月历史高点 1125 日元长期回落，2026 年 4 月冲至 530 日元后再次下跌，11 月触及 161 日元历史新低。11 月 27 日收于 210 日元，虽已低位反弹，仍未收复春季冲高后的主要交易区间。若持续收复更高区间，长期弱势判断才有望改变。（S12）

15｜来源与合规

合规与风险声明

本报告由 Kabugami 研究流程生成，仅供研究参考，不构成投资建议或买卖推荐。文中数据以所列一级来源为准；来源发布后可能更新，读者应以最新公告为准。投资有风险，决策请自行判断。

15.1｜正文引用的来源

[S01] 一级·公司/交易所｜株式会社ワコールホールディングス｜月次売上情報｜2026-11-25｜月次｜https://www.wacoalholdings.jp/ir/monthlydata/index.html

[S02] 一级·公司/交易所｜株式会社ワコールホールディングス｜2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔IFRS〕（連結）｜2026-11-12｜決算短信｜https://www.wacoalholdings.jp/ir/library/financial_results/files/financialresults20261112.pdf

[S03] 一级·公司/交易所｜アツギ株式会社｜アツギ株式会社 (3529) 2027 年 3 月期 第２四半期（中間期）決算短信｜2026-11-12｜決算短信｜https://www.atsugi.co.jp/assets/img/uploads/tan20261112_kessan.pdf

[S04] 一级·公司/交易所｜JapanIR（所载文件为株式会社白鳩決算短信）｜株式会社白鳩（3192）2026 年 11 月期 第３四半期決算短信｜2026-10-09｜決算短信｜https://japanir.jp/wp-content/uploads/2026/10/3192-20261009-02.pdf

[S05] 专业媒体｜みんかぶ（適時開示資料页）｜業績予想の修正に関するお知らせ｜2026-10-09｜適時開示｜https://minkabu.jp/news/4632991

[S09] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩／日本取引所グループ｜2026 年 11 月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕(非連結)｜2026-04-10｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/31920/140120260410501580.pdf

[S10] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩／日本取引所グループ｜2025 年 11 月期業績予想と実績との差異に関するお知らせ｜2026-01-09｜適時開示｜https://www2.jpx.co.jp/disc/31920/140120260107530388.pdf

[S11] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜SHIROHATO サイトにおける個人情報漏えいに関する調査結果と再発防止策のご報告｜2025-12-01｜適時開示｜https://www.shirohato.co.jp/news/doc/news_202512_0603.html

[S12] 其他网页｜野村證券｜白鳩 (3192/T)｜2026-11-27｜新闻｜https://quote.nomura.co.jp/nomura/cgi-bin/parser.pl?MKTN=T&QCODE=3192&TEMPLATE=nomura_tp_kabu_01

[S13] 其他网页｜株式会社 白鳩（PR TIMES）｜一年の終わりに、心ときめくランジェリーを。HIMICO のクリスマスコレクション 2026｜2026-11-06｜公司 IR｜https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000105.000026346.html

[S14] 其他网页｜Yahoo!ファイナンス｜グンゼ(株)【3002】：決算情報｜2026-11-05｜同业财务｜https://finance.yahoo.co.jp/quote/3002.T/financials

[S15] 其他网页｜株式市場新聞 marketpress.jp｜白鳩が軟調、ＰＢ苦戦で２６年１１月期を下方修正｜2026-10-13｜专业媒体｜https://marketpress.jp/company/215009/

[S16] 其他网页｜企業情報オンライン（日本インタビュ新聞）｜白鳩、ランジェリーブランド「ＨＩＭＩＣＯ」新作発売、幻想的なローズガーデンを表現｜2026-10-13｜新闻｜https://kabu-ir.com/article/521776976.html

[S20] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩／日本取引所グループ｜2025 年２月期 決算短信〔日本基準〕(非連結)｜2025-04-11｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/31920/140120250410512428.pdf

[S21] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜IR カレンダー｜日期未标｜会社 IR｜https://www.shirohato.co.jp/ir/calendar/

[S23] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜会社概要｜日期未标｜会社 IR｜https://www.shirohato.co.jp/company/index.html

[S24] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜会社沿革｜日期未标｜会社 IR ｜https://www.shirohato.co.jp/company/outline.html

[S25] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜株主メモ｜日期未标｜会社 IR ｜https://www.shirohato.co.jp/ir/stock-memo.html

[S33] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜資本政策の基本的な方針｜日期未标｜会社 IR ｜https://www.shirohato.co.jp/ir/policy.html

[S34] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜株主・投資家の皆様へ｜日期未标｜株主通信 ｜https://www.shirohato.co.jp/ir/message.html

[S36] 一级·政府统计｜经济産業省｜令和６年度デジタル取引環境整備事業｜2025-08-26｜行业统计｜https://www.meti.go.jp/press/2025/08/20250826005/20250826005-a.pdf?ebpf=1&ebx=13bjtj6e650.1720667466.851x0qm

15.2｜已检索但正文未引用的来源

[S06] 一级·公司/交易所｜株式会社ワコールホールディングス｜2026 年３月期 決算短信〔ＩＦＲＳ〕（連結）｜2026-05-14｜決算短信｜https://www.wacoalholdings.jp/news/pdf.html?dn=20260513531544

[S07] 一级·公司/交易所｜グンゼ株式会社／日本取引所グループ開示資料｜2026 年３月期 決算短信〔日本基準〕(連結)｜2026-05-14｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/30020/140120260512524473.pdf

[S08] 一级·公司/交易所｜アツギ株式会社｜2026 年３月期 決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-05-13｜決算短信｜https://www.atsugi.co.jp/assets/img/uploads/tan20260513_kessan.pdf

[S17] 其他网页｜日本インタビュ新聞｜白鳩、専門レビュアーとメンズショーツ共同開発、レース使用率３・１%の市場に新提案｜2026-10-07｜新闻｜https://www.media-ir.com/news/?p=184046（未在检索记录中复核）

[S18] 其他网页｜グンゼ株式会社｜11 カ年連結財務・非財務サマリー｜2026-10-02｜公司 IR｜https://www7.gunze.co.jp/assets/pdf/2026report_05.pdf

[S19] 其他网页｜株式会社 白鳩（PR TIMES）｜下着通販会社のママ社員６名が選んだ、産前産後に「本当に必要だった」17 点を公開｜2026-09-09｜公司 IR｜https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000098.000026346.html

[S22] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜IR ライブラリ｜日期未标｜会社 IR ｜https://www.shirohato.co.jp/ir/library.html

[S26] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜決算短信バックナンバー｜日期未标｜会社 IR ｜https://www.shirohato.co.jp/ir/library-back-summary.html（未在检索记录中复核）

[S27] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜有価証券報告書バックナンバー｜日期未标｜会社 IR｜https://www.shirohato.co.jp/ir/library-back-yuka.html

[S28] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜適時開示情報バックナンバー｜日期未标｜会社 IR｜https://www.shirohato.co.jp/ir/library-back-kaiji.html（未在检索记录中复核）

[S29] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜その他 IR 資料バックナンバー｜日期未标｜会社 IR｜https://www.shirohato.co.jp/ir/library-back-other.html（未在检索记录中复核）

[S30] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜財務情報｜日期未标｜会社 IR｜https://www.shirohato.co.jp/ir/finance-result.html

[S31] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜財政状態｜日期未标｜会社 IR｜https://www.shirohato.co.jp/ir/finance-highlights.html

[S32] 一级·公司/交易所｜株式会社白鳩｜2026 年 IR カレンダー一覧｜日期未标｜会社 IR｜https://www.shirohato.co.jp/ir/calendar/2026/

[S35] 一级·政府统计｜经济産業省｜令和 6 年度電子商取引に関する市場調査の結果を取りまとめました｜2025-08-26｜行业统计｜https://www.meti.go.jp/press/2025/08/20250826005/20250826005.html

15.3｜来源质量与新鲜度检查

来源 36 条（一级官方 27 条，占比 75%）；带发布日期 22 条；90 天内 13 条，14 天内 2 条；转载站链接 0 条（已替换为官方原文 0 条）。

检索中浏览过的网页 247 个；事实 71 条。

缺少的来源类型：決算説明資料

验收：sources=20 ✓；official_ratio=0.5 ✓；within90=6 ✓；within14=1 ✓；no_mirrors ✓；required_types ✗

分阶段检索成本：R0P $0.0460；R0A $0.1105；R0B $0.0699；R0C $0.0920；R0D $0.0606

15.5｜Research Stop 与主要 UNKNOWN

・最新有価証券報告書およびその後の半期報告書：会社 IR の「有価証券報告書バックナンバー」を確認し、EDINET 検索も試みたが、本調査で株式会社白鳩の該当原文を特定・閲覧できなかった。

・近四期の決算短信一式：会社 IR の「決算短信バックナンバー」と IR カレンダーを確認。閲覧できた決算短信は 2026 年 11 月期第 1 四半期および 2025 年 2 月期通期。2026 年 11 月期半期・第 3 四半期と 2025 年 11 月期通期決算短信の原文は未取得。

・2026 年 11 月期第 3 四半期は IR カレンダーで 2026 年 10 月 9 日発表と確認したが、短信本文、売上総利益・粗利率、販管費、キャッシュフロー、貸借対照表、通期予想修正の有無・内容は未確認。

・2025 年 11 月 27 日以降の重要適時開示全件：会社 IR の適時開示バックナンバーを確認したが、一覧の原文項目を取得できず全件性を検証できない。取得確認できた個別資料は 2025 年 12 月 1 日の個人情報漏えい調査結果と 2026 年 1 月 9 日の業績予想差異。

・決算説明資料、説明会資料、中期経営計画、株主通信：その他 IR 資料バックナンバーを確認したが、該当する資料原文を特定・閲覧できなかった。

・月次売上または運営データ：会社 IR のライブラリおよび財務情報ページを確認したが、直近 3 か月分の月次データを特定できなかった。

・報告セグメント別売上高・利益、渠道別売上・粗利率、販売手数料、獲得費用、返品率、在庫回転率などは、今回閲覧できた原文から確認できない。

・2025 年 11 月期以後の同業比較および内衣・EC 行业统计は本阶段范围外であり、未检索。

・本次检索未确认到公开、持续更新且能单独覆盖日本内衣零售市场规模、增速与供需的政府或行业协会统计；経済産業省「衣類・服装雑貨等」分类范围更广，不能替代内衣细分市场数据。

・未取得可核验的矢野経済研究所内衣零售调查原始数据及完整统计口径，因此不据此填写内衣市场规模或增速。

・未找到可核验的服饰及内衣行业统一价格指数、采购汇率传导、物流费用或替代品份额序列；个别公司财务变化不能直接证明行业成本因果。

・グンゼ株式会社 2027 年 3 月期中间期数值本次通过 Yahoo!ファイナンス所示决算摘要核验；未在本轮检索中实际打开对应的グンゼ株式会社原始中间期决算短信，因此该项来源级别低于直接读取公司原始披露。

・各同业的主营产品、会计准则、合并范围及非经常项目不同；利润率仅按披露的营业利润或営業利益除以当期销售额计算，不能据此认定商业模式或内衣业务盈利能力完全可比。

・截至 2026 年 11 月 27 日，未找到白鳩在 2026 年 8 月 29 日至 11 月 27 日期间按月发布的销售额或订单、客单价、转化率等月次运营数据。

・公司不披露国内 EC、海外 EC 及直营门店的独立收入和利润；海外 EC“堅調”的报道未提供金额或增速，无法量化渠道贡献。

・「ＨＩＭＩＣＯ」新作及「俺のＴバック × ＳＨＩＲＯＨＡＴＯ コラボショーツ」等新品的销量、毛利率、退货率和库存周转未见披露。

・2026 年 11 月 13 日至 11 月 27 日未检索到新的白鳩适时披露、月次业绩或重大经营公告；因此无法判断上述最新产品活动是否已改变全年业绩预期。

・本阶段检索未确认对株式会社白鳩构成直接重大影响的同期监管政策变化、同业重大新闻或客户重大新闻。

・2026 年 10 月 9 日公表の第 3 四半期決算短信は本文を確認したが、今回の検索では株式会社白鳩またはJPX 上の公式ホストにある同一 PDF の URL を特定できなかった。S35 は実際に閲覧した転載 PDF であり、公式原文 URL への置換は未完了。

・原材料・仕入為替・物流費・販促競争について、2026 年 11 月期第 3 四半期短信は定性的説明にとどまり、個別要因の損益・キャッシュフロー寄与額、商品別粗利率、仕入為替感応度は未開示。

・白鳩とワコール、グンゼ、アツギの製品構成・EC 売上比率・毛利率・在庫回転を同一期間・同一会計基準で比較できる公開データは、本補査ではそろわなかった。既存同業データの一部は原始決算資料まで再確認できていない。

・各 EC プラットフォームの取扱高構成、販売手数料・広告費率、流入依存度、チャネル別顧客獲得費用・返品率は確認できず、競合する個別ブランド直販店や同業選品店との市場シェア比較も未解決。

・エア・ウォーター株式会社が 2025 年 10 月に親会社となったことは会社沿革に記載されるが、株式会社歯愛メディカルの販売網を使った協業について、実施日・責任体制・売上目標・実績金額を確認できる資料は今回取得できなかった。

・第 3 四半期末の現預金・借入金等の残高変化は確認できたが、同期間のキャッシュ・フロー計算書による営業 CF・投資 CF・財務 CF の内訳、借入枠・返済期限・金利条件は本資料から確認できない。

・2026 年 8 月 28 日公表とされる「上場維持基準への適合に関するお知らせ」の原文本文・適合判定に使った基準日と流通株式時価総額は、今回公式原文で検証できていない。上場維持リスクの現状評価は未完了。

・2026 年 2 月 27 日付のコーポレート・ガバナンス報告書、役員の独立性、監査機関、親会社との関連当事者取引の承認・監督実務について、報告書原文を今回取得して内容を確認できなかった。

・会社 IR ページ「IR カレンダー」「会社概要」「会社沿革」「資本政策の基本的な方針」「株主・投資家の皆様へ」にはページ上の明確な公開日がなく、sources の published_at は確認不能として空欄にした。

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。