4728（株)トーセ（TOSE CO.,LTD.）

Kabugami V3.2 45.35/100 · C

这家公司是做什么的

株式会社トーセ（TOSE CO., LTD.）在京都从事家用游戏、移动及其他数字内容的企划、开发和运营，证券代码为4728。（S19）

最近亮点

2026年11月26日股东通信提出，经营扩大趋稳且長岡京新オフィスビル资金收支更明确时，公司考虑特别股息或回购；这增加了潜在回报的观察点，但尚未作出实施决定。（S01）

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	f295b9bbead6183f6374cc4274ebd0a29e940d1b
评分版本	V3.2
发布源 SHA	a6805a9f3f044dc0c4c3afa179d7e8d467331189
交付代码版本 SHA	a6805a9f3f044dc0c4c3afa179d7e8d467331189
交付运行时指纹	9e6acd8f69dd570855efe26f1c3fd6449aebe4e5251d0b9a00ad3db7e23100d0

先看研究要点

为什么值得研究	2026 年 10 月 26 日，公司表示暂停项目的开发资源已基本重新配置，3 个新项目各自预计在 2 至 4 年开发期内累计产生至少 5 亿日元销售额；暂停项目重启未计入 2027 年 8 月期预测。（S11）
最需要担心什么	多个主要项目预计在 2027 年 8 月期上半财年完结，新项目初期收入形成较慢。若交接不顺，人员闲置和成本压力可能使营业利润恢复落空。（S11）
Kabugami 现在怎么看	公司预计 2027 年 8 月期营业利润增长 45.9%，但项目交接和现金回收仍需验证；土地出售带来的净利润增长不能直接视为主业恢复。（S11、S13） 投资论点：新订单为开发人员提供后续项目，若收入接续顺畅、闲置减少及外包费用下降，公司有机会实现营业利润回升；订单总额跨越多个年度，不能直接当作本财年收入。（S11、S13）

01｜投资问题与当前结论

1.1｜核心问题是项目接续能否带来经营利润

当前投资判断取决于新项目能否接上旧项目，并改善经营利润。

关键依据：2026 年 8 月期营业利润下滑，土地出售却推高了净利润；公司预计 2027 年 8 月期营业利润回升。若项目交接不顺、人员再次闲置，这一预测就可能落空。

翻转条件：新项目持续贡献收入、经营现金流转正，将增强恢复判断；反之，项目延期或成本上升会削弱判断。 [S04][S11][S13]

1.2｜土地出售推高净利润，经营恢复仍待验证

最新全年业绩中的净利润增长，不能当作游戏开发业务恢复。

2026 年 11 月 19 日提交的有价证券报告书及 10 月 8 日公布的财报（业绩快报）显示，2026 年 8 月期销售额为 63.16 亿日元，同比下降 4.8%；营业利润为 2.84 亿日元，下降 58.8%。

同期归母净利润为 7.17 亿日元，增长 186.7%。公司处置土地确认约 7.48 亿日元特别利益，净利润因此包含一次性收益；经营活动现金流则为负 2.18 亿日元，尚不能证明核心业务的现金创造恢复。 [S04] [S13]

1.3｜公司预测利润回升，但项目交接是关键

2027 年 8 月期利润回升有公司预测支持，执行风险仍在。

公司于 2026 年 10 月 8 日预测，2027 年 8 月期销售额为 60 亿日元，同比下降 5.0%；营业利润为 4.15 亿日元，增长 45.9%。10 月 26 日的业绩说明问答称，改善依据包括大规模人员闲置基本消除，以及接近完工项目的外包减少。

但多个主要项目预计在上半财年完结，新项目启动阶段的投入工时较难迅速形成收入。海外大型项目自 2026 年 2 月暂停，重启未计入预测；相关人员已基本重新配置。3 个新订单各自预计在整个开发期产生至少 5 亿日元销售额，开发期约 2 至 4 年，不能视为单年收入。 [S11][S13]

1.4｜额外股东回报要等经营和新楼资金明朗

稳定分红提供回报基准，额外回报目前仍有条件。

2026 年 10 月 8 日公布的预测显示，2027 年 8 月期年度股息维持每股 25 日元，预测分红支付率为 67.7%，高于 2026 年 8 月期的 26.4%。利润预测若落空，维持股息的压力可能增加。

2026 年 11 月 26 日发布的股东通信补充，公司在业务扩大趋稳、長岡京新オフィスビル（新办公楼）资金收支更明朗时，考虑特别股息或回购。这个新表述给出额外回报的条件，但尚非实施决定。公司截至 11 月 27 日仍以保留资金、维持稳定分红为基本方针。

后续需要跟踪新项目逐年收入、客户集中度和人员利用率，以及新楼总投资与资金安排；这些信息目前尚未核实。 [S01][S11][S13][S20]

02｜公司本质与商业模式

2.1｜游戏受托开发是赚钱主业

株式会社トーセ主要靠游戏开发与运营取得收入，利润取决于项目交付和人员使用效率。

截至 2026 年 8 月 31 日，公司从事家用游戏软件，以及手机、互联网相关数字内容的企划、开发和运营。公司正将游戏业务重心从智能手机转向家用游戏机和 PC。

2026 年 8 月期，游戏事业销售额为 58.79 亿日元，占合并销售额 63.16 亿日元的 93.1%；分部营业利润为 2.47 亿日元，同比下降 60.2%。公司称，收入分成减少、下半年开发人员闲置，拉低了利润。 [S19][S13]

2.2｜新业务仍在培育，短期贡献有限

其他事业已有收入，但目前还无法替代游戏事业的利润贡献。

2026 年 8 月期，其他事业销售额为 4.37 亿日元，同比下降 26.0%；营业利润为 0.37 亿日元，同比下降 45.5%。公司称，上期教育内容开发结束，本期仍以新业务市场调查、企划和伙伴协调为主。

公司与大学共同开发的 VSP（Virtual Simulated Patient）システム（面向药学专业学生的模拟患者工具）于 2026 年 10 月开始提供服务。公司设想将其用于其他行业，但客户拓展和持续收入仍需观察。[S13]

2.3｜订单转成收入需要时间

新增订单改善了项目储备，但合同总额不等于当年的收入。

2026 年 10 月 26 日的业绩说明问答显示，2026 年 2 月暂停的海外大型家用游戏机软件项目尚无重启预期。公司未将其重启计入 2027 年 8 月期预测，相关开发资源已基本完成重新配置。

同期披露的 3 个新项目，各自预计在开发完成前累计产生至少 5 亿日元销售额，开发期约 2 至 4 年。新项目启动时主要做企划和构想，收入贡献需要时间；多个主要项目又预计在 2027 年 8 月期上半财年结束，项目衔接会影响人员使用效率和利润。[S11][S12]

2.4｜确认收入不代表已经收款

受托开发按进度确认收入，客户验收和收款仍在后面。

2026 年 11 月 19 日提交的年度报告显示，公司主要按已发生开发成本占预计总开发成本的比例确认收入。项目初期若进度无法合理估计，但成本预计可收回，则按可回收成本确认收入。

截至 2026 年 8 月 31 日，合同资产为 17.11 亿日元；客户验收后才转为应收账款。期末未完成履约义务对应的交易价格为 10.37 亿日元，公司预计大致在两年内确认收入。两者分别处于不同履约阶段，不能简单相加作为新订单。

客户修改规格或工期会改变工时和预计成本，也可能影响收入确认进度及项目利润。[S04]

2.5｜土地出售利润不能当作经营利润

年度净利润因资产出售增加，不能直接代表游戏开发盈利恢复。

2026 年 8 月期，营业利润为 2.84 亿日元，同比下降 58.8%；归母净利润为 7.17 亿日元，同比增长 186.7%。同期公司转让長岡京办公楼重建用地以外的邻接土地，确认约 7.48 亿日元特别利益。

现金流也要区分来源：该期经营活动现金流为流出 2.18 亿日元，投资活动现金流为流入 13.65 亿日元，其中包括投资性房地产出售收入 12.99 亿日元。资产出售带来现金，但不能视同游戏业务持续创造现金。

2026 年 11 月 26 日的股东通信将特别股息或回购与业务扩大趋稳、新办公楼资金收支明晰挂钩；这提供了额外回报的条件，但尚非实施决定。分部现金流、客户集中度、项目毛利及新楼完整支出计划仍需跟踪。[S01][S04][S13]

03｜产品、客户与供应链

3.1｜游戏开发是收入主体，新业务仍在培育

游戏开发贡献了大部分收入，非游戏业务暂时难以替代。

株式会社トーセ（TOSE CO., LTD.）为家用游戏软件及手机、互联网相关数字内容提供企划、开发和运营服务。2026 年 10 月 8 日公布的全年财报显示，2026 年 8 月期游戏事业收入 58.79 亿日元，占合并收入 63.16 亿日元的九成以上。游戏事业营业利润为 2.47 亿日元，同比下降 60.2%。

公司正将业务重心从手机游戏转向家用游戏机和 PC。2026 年 8 月期手机相关收入为 11.23 亿日元，同比下降 11.3%；其中一款既有运营游戏于 2026 年 4 月结束服务。

非游戏业务仍在寻找增长点。面向药学部学生的「VSP（Virtual Simulated Patient）システム」（模拟患者工具）于 2026 年 10 月开始提供服务。2026 年 8 月期其他事业收入 4.37 亿日元，营业利润 0.37 亿日元，分别同比下降 26.0%和 45.5%。 [S19][S13]

3.2｜客户项目暂停会影响收入和人员安排

大项目的暂停和交接，会同时影响收入确认与人员安排。

海外大型家用游戏软件项目自 2026 年 2 月末暂停。公司在 2026 年 10 月 26 日的业绩说明问答中表示，尚未听到重启预期，相关开发人员已基本完成重新配置，2027 年 8 月期预测也未计入项目重启。新信息减少了预测对该项目复工的依赖，但不代表暂停造成的影响已经消失。

公司同期披露，已接下三项新开发项目，每项预计开发完成前的累计收入至少 5 亿日元，开发期约为两至四年。新项目启动时以企划和构想为主，收入贡献需要时间；多个主要项目又预计在 2027 年 8 月期上半财年完结，项目交接会影响人员利用和当期利润。 [S11][S12]

3.3｜收入按开发进度确认，回款还要经过验收

收入确认早于客户验收，项目进度和回款不能画等号。

2026 年 11 月 19 日提交的年度报告显示，主要受托开发合同按履约进度确认收入。公司用已发生开发成本占预计总成本的比例衡量进度，并定期检查成本估计；客户改变规格或工期，可能改变总成本和收入确认进度。

截至 2026 年 8 月末，合同资产为 17.10527 亿日元，客户验收后转为应收账款。同期尚未履行的合同义务对应交易价格为 10.37144 亿日元，公司预计大致在两年内确认收入。若交付内容有瑕疵，还可能产生修复费用或赔偿，影响项目现金回收。 [S04]

3.4｜人才和外包成本影响项目利润

开发人员与外包服务是交付所需资源，成本变化会影响利润。

截至 2026 年 8 月末，公司单体员工 550 人，其中游戏事业 479 人。年度报告披露，平均年薪为 491.8 万日元，同比增加 10.2%；公司提示，人才流失以及招聘或培养不及计划，可能影响经营业绩。

外包费用也会影响项目利润。公司在 2026 年 10 月 26 日表示，预计 2027 年 8 月期利润率改善，其中一个原因是接近完工项目的外包减少。客户规格和工期变更则可能增加工时及预计总成本；合同能否覆盖追加成本，直接关系到项目最终收益。

仍需跟踪的关键缺口包括：单一客户收入占比、客户及项目集中度、项目报价和毛利、人员利用率，以及合同变更时的追加收费机制。三项新项目的客户、平台和逐年收入计划也有待披露；现有资料不足以判断公司对客户或外包供应商的议价能力。 [S04][S11][S13]

04｜竞争格局与产业关系

4.1｜トーセ的收入主要来自受托游戏开发

トーセ处在游戏产业的开发服务环节，项目交接决定收入节奏。

公司为家用游戏软件和其他数字内容提供企划、开发与运营。2026 年 8 月期，游戏事业销售额为 58.79 亿日元，占集团销售额 63.16 亿日元的九成以上；分部营业利润为 2.47 亿日元，同比下降 60.2%。

公司称，利润下降与收入分成回落、下半年开发资源闲置有关。受托项目按开发进度确认收入，但客户暂停或变更项目会影响人员安排和预计成本，进而影响利润。 [S19][S13][S04]

4.2｜同业利润率可比，但业务和期间不同

按销售额和营业利润计算，トーセ的利润率低于部分同行。

以下统一使用营业利润率，但トーセ为全年，其他公司分别为半年或九个月，业务结构也不同。数字可用于观察盈利差距，不能直接认定竞争力高低。

- トーセ：2026 年 8 月期销售额 63.16 亿日元，营业利润率 4.5%。
- 株式会社デジタルハーツホールディングス：2027 年 3 月期上半财年销售额 198.33438 亿日元，营业利润率约 7.0%。
- KLab 株式会社：2026 年 12 月期前三季度销售额 85.19995 亿日元，营业利润率约负 1.6%。
- 株式会社 Aiming：2026 年 12 月期前三季度销售额 111.67718 亿日元，营业利润率约 11.5%。

各公司面临的需求并不相同：株式会社デジタルハーツホールディングス称国内游戏调试服务强劲；KLab 株式会社称两款新作带动销售，但累计仍录得营业亏损。 [S04][S13][S08][S05][S10]

4.3｜游戏市场增长，并不等于开发报价上涨

终端游戏市场仍在增长，但平台差异不能直接换算成外包需求。

《ファミ通ゲーム白書 2026》估算，2025 年全球游戏内容市场为 32.1024 万亿日元，同比增长 3.5%。其中家用游戏增长 8.0%，PC 游戏增长 5.8%，移动游戏增长 1.3%。

报告称，通胀和材料价格上涨带来的价格上升，以及 Nintendo Switch 2 发售，对市场增长有所贡献。但终端市场金额包含软件和服务，不能据此判断开发外包报价或订单量的变化。

供给端的成本压力已有公司数据：截至 2026 年 8 月末，トーセ单体员工平均年薪 491.8 万日元，同比增加 10.2%。公司同时提示专业人才招聘竞争加剧；若项目收入增长不足以覆盖人工成本，利润率会承压。 [S31][S04]

4.4｜平台转向有机会，但新增订单需要时间变现

トーセ转向家用游戏机和 PC，短期盈利仍取决于项目衔接。

公司 2026 年 8 月期智能手机相关销售额为 11.23 亿日元，同比下降 11.3%；一款既有运营游戏于 2026 年 4 月结束服务。同年面向 Nintendo Switch 2 的家庭卡拉 OK 乐曲配送收入也同比减少，原因包括新用户增长未达预期。平台增长未必会同步带动公司的相关收入。

2026 年 10 月 26 日的业绩说明问答显示，暂停的海外大型项目尚无重启预期，且未计入 2027 年 8 月期预测。公司已接获 3 个新项目，每个项目预计完成时累计销售额至少 5 亿日元，开发期约 2 至 4 年；启动初期收入贡献需要时间。

后续需要跟踪新项目的年度收入确认、客户集中度、开发人员利用率及合同报价。统一口径的日本游戏开发外包市场规模和行业工资走势，目前仍缺少可核验数据。 [S13][S11][S12]

05｜护城河判断

5.1｜开发团队是已有优势

トーセ拥有一定规模、平均勤续年数为 11 年的开发团队，竞争优势仍需比较验证。

2026 年 11 月 19 日提交的有价证券报告书显示，截至 2026 年 8 月末，公司单体员工 550 人，其中 479 人属于游戏事业；员工平均勤续年数为 11.0 年。这些数字还不足以证明公司拥有同行难以替代的技术或定价权。

开发团队也有成本。同期员工平均年薪为 491.8 万日元，同比增加 10.2%。如果项目报价不能覆盖人工成本上涨，团队经验未必能转化为更高利润。 [S04]

5.2｜大型项目经验带来机会，也带来波动

公司具备承接长周期项目的经验，但尚不能认定客户转换成本高。

截至 2026 年 8 月末，公司披露部分主力游戏项目开发周期超过 3 年，并通过拆分合同降低长期大型项目的影响。长期协作可能积累对客户需求和开发流程的理解，但尚缺客户续约率和转换成本证据。

项目经验也不能消除停工风险。2026 年 10 月 26 日的业绩说明问答显示，海外大型家用游戏机项目自当年 2 月暂停后，仍没有重启预期；公司已基本完成相关资源重新配置，且未将重启计入 2027 年 8 月期预测。 [S04][S11]

5.3｜新订单还需转化为利润

三项新订单显示公司仍有接单能力，能否持续盈利还需观察。

2026 年 10 月 26 日，公司称新接的三个项目各自预计在开发完成前累计产生至少 5 亿日元销售额，开发期约 2 至 4 年。订单为后续收入提供依据，但公司未披露逐年收入计划。

2026 年 8 月期游戏事业营业利润同比下降 60.2%至 2.47 亿日元，公司将其归因于收益分成收入回落及下半年开发资源闲置。2027 年 8 月期多个主要项目预计在上半财年完结，新项目启动期形成收入需要时间；订单能否衔接，将影响人员利用和利润。 [S11][S13]

5.4｜新业务尚未形成可验证壁垒

新服务有跨行业拓展空间，目前还不能算作成熟护城河。

公司与大学共同开发的 VSP（Virtual Simulated Patient，模拟患者）系统，于 2026 年 10 月开始面向药学部学生提供服务。公司设想将其用于其他行业的人员互动培训，但客户拓展和重复使用情况仍需验证。

2026 年 8 月期其他事业销售额为 4.37 亿日元，同比下降 26.0%；营业利润为 0.37 亿日元，同比下降 45.5%。客户集中度、项目毛利、续约率及新服务客户数量仍需跟踪，现有资料不足以判断其长期竞争地位。 [S13][S04]

06｜财务质量与现金流

6.1｜净利润增长主要来自资产处置

2026 年 8 月期净利润大幅增长，但经营盈利并未同步改善。

2026 年 11 月 19 日提交的有价证券报告书和 10 月 8 日公布的财报显示，公司 2026 年 8 月期销售额为 63.16 亿日元，同比下降 4.8%；营业利润为 2.84 亿日元，同比下降 58.8%。

同期归母净利润为 7.17 亿日元，同比增长 186.7%。公司披露土地处置产生约 7.48 亿日元特别收益，因此净利润增长不能直接视为游戏开发业务盈利恢复。营业利润率为 4.5%，持续盈利能力仍要看项目交接后的人员利用情况。 [S04][S13]

6.2｜现金增加主要来自投资资产出售

期末现金得到资产出售支撑，经营活动当年仍在消耗现金。

2026 年 8 月期现金流量表显示，经营活动现金净流出 2.18 亿日元，投资活动现金净流入 13.65 亿日元，融资活动现金净流出 1.89 亿日元。期末现金及现金等价物为 23.56 亿日元。

投资活动流入中，投资性房地产出售收入为 12.99 亿日元。经营现金流的调整包括扣除固定资产出售收益 8.98 亿日元，以及应收款增加 1.39 亿日元。前者反映出售收益计入利润后，在经营现金流中被扣除；出售所得则列在投资活动中。

同一期，長岡京トーセビル重建用地以外的邻接土地已转让。出售所得不能当作游戏开发业务持续产生的现金，后续还要看新办公楼支出。 [S13]

6.3｜合同资产能否收回取决于客户验收

资产负债表上的合同资产规模较大，验收进度影响回款时点。

截至 2026 年 8 月 31 日，公司合同资产为 17.10527 亿日元，合同负债为 0.01114 亿日元。合同资产在客户验收时转为应收账款，因此已确认收入不等于现金已经收回。

公司主要受托开发合同按履约进度确认收入，进度依据已发生开发成本占预计总开发成本的比例计算。客户变更规格或工期，可能改变预计成本及收入确认进度；若交付出现瑕疵，还可能产生修复或赔偿成本。

同日剩余履约义务对应的交易价格为 10.37144 亿日元，公司预计大致在两年内确认收入。这是尚待履行部分的金额，不能与已列入资产负债表的合同资产直接相加，当作未来现金收入。 [S04]

6.4｜利润改善和额外回报仍有条件

公司预计经营利润回升，额外股东回报仍取决于经营和新楼资金安排。

2026 年 10 月 8 日公布的 2027 年 8 月期预测为销售额 60 亿日元、营业利润 4.15 亿日元，分别同比下降 5.0%和增长 45.9%。公司 10 月 26 日解释，预测中的利润率改善与大规模人员闲置基本消除、项目末期外包减少有关；但主要项目将在上半财年完结，新项目初期投入较难迅速形成收入。

2026 年 11 月 26 日股东通信进一步提出，若业绩扩大趋稳且長岡京新オフィスビル的资金收支更明确，公司会考虑特别股息或回购。这使新楼资金安排成为额外回报的明确条件，但公司尚未决定实施。

仍需跟踪总负债、净有息负债、新楼总预算及后续资本开支。合同资产的验收和回款进度，以及新项目逐年收入确认计划，也尚待核实。 [S01][S11][S13]

07｜股东、董事与治理

7.1｜董事会有独立监督，管理层执行仍需观察

董事会中独立董事占一半，但经营改善仍要看管理层执行。

2026 年 11 月 19 日提交的有价证券报告书显示，株式会社トーセ（TOSE CO., LTD.）董事会有 8 名董事，其中 4 名为社外董事，均符合东京证券交易所独立役员标准。2026 年 8 月期董事会召开 16 次，1 名董事出席 15 次，其余 7 名均全勤。

监督安排能为经营决策提供外部审视，但不能替代项目执行。公司在 2026 年 10 月 26 日表示，暂停项目的开发资源已基本重新配置；新项目的启动和收入形成仍需要时间。 [S04][S11]

7.2｜审计交接和股东大会材料需要核实

审计机构合并带来交接事项，目前还不能判断具体影响。

2026 年 11 月 20 日的公告摘要显示，监查法人京立志计划于 2027 年 1 月 4 日与かなで監査法人合并，之后由存续法人承接审计证明工作。交接涉及财务报告监督的连续性，具体审计人员和公司说明仍需核对公告原文。

2026 年 11 月 12 日的披露列表还显示，公司发布了第 47 期定时股东大会电子提供事项更正版及订正通知。修订内容尚未核实，暂无法判断是否影响议案。 [S02][S06][S03]

7.3｜稳定分红优先，额外回报附有条件

公司维持每股 25 日元分红，额外回报仍取决于经营和新楼资金。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司表示会兼顾内部留存、业务拓展资金和稳定分红，原则上每年分红两次。2026 年 8 月期每股分红为 25 日元；2027 年 8 月期预测仍为 25 日元，预测合并分红支付率从上期的 26.4%升至 67.7%。

2026 年 11 月 26 日的股东通信增加了额外回报的条件：业务扩大趋稳，且長岡京新办公楼的资金收支更加明确后，公司考虑特别股息或回购。这改变了对潜在回报的判断，但尚不构成已决定的分红或回购。

资金纪律仍需结合现金来源看。2026 年 8 月期经营活动现金流为流出 2.18 亿日元，投资不动产出售收入为 12.99 亿日元；资产出售带来的现金不能直接视作日常经营产生的现金。 [S20][S01][S13]

7.4｜主要股东和管理层信息仍需补齐

持股结构和管理层安排尚不清楚，暂不能判断控制权是否集中。

以下信息会影响对股东制衡和资本配置的判断，仍需跟踪：

- 主要股东、持股比例及管理层持股情况。
- 管理层姓名、分工、任期与薪酬安排。
- 2026 年 11 月 9 日独立役员申报表中的名单及变动。
- 新办公楼总预算、完工时间和后续资金安排。 [S04][S07][S03][S01]

08｜资本政策

8.1｜普通分红维持每股 25 日元

公司维持每股 25 日元分红，但利润对分红的覆盖预计下降。

2026 年 10 月 8 日公布的全年财报显示，2026 年 8 月期每股分红 25 日元，2027 年 8 月期预测仍为 25 日元。两期均按上半财年和期末各 12.5 日元安排。

分红不变，利润波动却会改变支付压力。2026 年 8 月期合并分红支付率为 26.4%，2027 年 8 月期预测升至 67.7%；2025 年 8 月期为 75.7%。

截至 2026 年 11 月 27 日，公司方针是在保留强化企业体质和拓展新业务所需资金的同时，维持稳定分红。 [S13][S20]

8.2｜特别分红和回购取决于经营与新楼资金

额外股东回报已有讨论，但尚未形成回购或特别分红决定。

2026 年 11 月 26 日的股东通信提出，若业务业绩扩大趋稳，且長岡京新オフィスビル（新办公楼）资金收支更加明确，公司会考虑特别分红或回购。新信息给出了考虑额外回报的条件，但不能当作已批准的回报。

资金收支仍需区分经营与资产出售。2026 年 8 月期经营活动现金流为负 2.18 亿日元；投资活动现金流入包含投资性房地产出售收入 12.99 亿日元。同期邻接土地转让产生约 7.48 亿日元特别收益。

土地出售增加了当期现金流入和利润，但不能当作游戏开发业务持续产生的现金。 [S01][S13]

8.3｜资本投入和其他交易仍需跟踪

新楼资金需求未明，限制了对未来资本分配的判断。

公司把新楼资金收支明晰度列为考虑额外回报的条件，因此建设支出和后续资金安排会影响可分配现金。

待核实的事项包括新楼总预算、完工时间及后续资本支出，以及增资、并购等资本交易的完整公告；现有资料不足以判断是否存在这些交易。 [S01][S13]

09｜估值与安全边际

9.1｜估值高低暂时无法判断

缺少符合估值口径要求的一手收盘价和净资产数据，暂不能判断安全边际是否充足。

市净率（PBR）用股价衡量净资产的市场定价，但净资产能否创造利润同样重要。即使市净率低，也不能单凭账面资产判断股票便宜。

市盈率（PER）则取决于盈利口径。2026 年 11 月 19 日提交的年度报告显示，株式会社トーセ（TOSE CO., LTD.）2026 年 8 月期归母净利润为 7.17 亿日元，同比增长 186.7%；营业利润却下降 58.8%，至 2.84 亿日元。土地处置贡献约 7.48 亿日元特别收益，用这期净利润计算的实绩市盈率会低估持续经营的盈利压力。 [S04][S13]

9.2｜预测盈利改善仍取决于项目交接

预测市盈率应结合项目执行看，利润增长目前仍是公司预期。

2026 年 10 月 8 日公布的 2027 年 8 月期指引预计，销售额为 60 亿日元，同比下降 5.0%；营业利润为 4.15 亿日元，同比增长 45.9%。10 月 26 日，公司解释利润改善预期与闲置开发资源减少、临近完工项目外包减少有关。

但多个主要项目预计在上半财年完结，新项目启动阶段的投入工时较难迅速形成收入。海外大型项目重启未计入指引；新增三项订单各自预计在整个开发期产生至少 5 亿日元销售额，开发期约两至四年，逐年收入尚未披露。订单不能直接等同于本财年利润或现金流。 [S11][S13]

9.3｜现金和分红提供缓冲，但不能忽略投入

现金和稳定分红提供一定缓冲，资产出售收入不能当作经常性现金。

2026 年 8 月期末现金及现金等价物为 23.56 亿日元；同期经营活动现金流为流出 2.18 亿日元，投资活动现金流为流入 13.65 亿日元，其中包括投资不动产出售收入 12.99 亿日元。现金余额不能单独证明游戏开发业务已恢复稳定造血。

公司 2026 年 8 月期每股分红为 25 日元，2027 年 8 月期预测维持 25 日元；预测分红占归母净利润的 67.7%。2026 年 11 月 26 日股东通信提出，业绩扩大趋稳且長岡京新オフィスビル资金收支更明确后，才考虑特别股息或回购。额外股东回报有了明确条件，但尚未决定。 [S01][S13][S20]

9.4｜安全边际还要看资产质量和买入价格

真正的安全边际取决于买入价格，以及利润和现金能否持续。

2026 年 8 月末合同资产为 17.10527 亿日元，客户验收后才转为应收账款。收入已按开发进度确认，不代表现金已经收回；规格或工期变化也可能改变成本和项目进度。

还需核实以下项目，才能判断当前估值是否留有足够空间：

- 截止日股价、总市值、实绩市净率及实绩和预测市盈率。
- 有息负债、净资产质量，以及合同资产的验收和回款进度。
- 長岡京新オフィスビル的建设预算、完工时间和后续资金安排。
- 新订单的逐年收入、项目利润率及客户集中度。 [S04][S11][S01]

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｜长期股价仍在早年高位下方

长期月线经历两轮大幅回落，当前仍处于历史价格区间的低位。

月线图中，2001 年年份标签左侧已有 K 线，按刻度估计可追溯至 2000 年。早期股价曾处于 4000 日元以上，随后一路回落，2003 年前后跌至约 800 日元。

反弹并未延续成长期上升：2004 年前后股价回到约 2100 日元，之后再次走低；2011 年前后触及约 400 日元。2017 年又出现一轮急涨，高点约 3800 日元，但此后涨幅大部分回吐。

这些波段显示，股价曾多次从低位反弹，却没有持续守住高位。对持股者而言，历史上出现过快速上涨，也出现过长期回落；仅凭价格接近旧低位，不能认定下跌已经结束。

10.2｜近年反弹后再次回到低位

2022 年以来的高点逐步远离，近期股价重新接近一年低点。

行情数据显示，2022 年 4 月高点为 949 日元，2025 年 4 月低点为 561 日元。此后股价虽有反弹，2026 年 1 月最高也只到 683 日元，距离 2022 年高点仍有明显差距。

最近 12 个月的价格边界较清楚：

- 2026 年 1 月高点为 683 日元，8 月再次上探 682 日元，均未形成持续突破。
- 2026 年 3 月至 9 月，多个交易月的低点落在 624 至 636 日元；10 月收于 625 日元。
- 2026 年 11 月截至 26 日，月内低点为 616 日元，收盘为 622 日元，已低于此前多个月的低点区域。

622 日元较 683 日元高点下跌 8.9%，仍高于 2025 年 4 月的 561 日元低点。价格回到近一年区间下沿，但尚未跌破 2025 年低点。616 日元附近是近期首先要观察的支撑区域，能否守住仍要看后续收盘。

10.3｜均线压在股价上方

股价低于主要月线均线，反弹首先要收复近处压力。

2026 年 11 月 27 日图表显示最新价 623 日元；行情数据截至 11 月 26 日的收盘价为 622 日元。两者时点不同，且 11 月月线尚未结束，不能把图中数值当作最终月收盘。

图上的均线与布林带给出了几层压力：

- 9 月和 12 月指数均线分别在 638、640 日元，接近 11 月截至 26 日的月内高点 636 日元，是最近的观察区间。
- 24 月指数均线在 650 日元，接近 2026 年多个月的高点；60 月均线在 702 日元，构成更远的压力参考。
- 布林带中轨在 646 日元、下轨在 611 日元。图示价格靠近下轨，尚未回到中轨之上。

图示 MACD 快线和信号线分别约为负 12 和负 13，均在零轴下方；柱值略为正数。下跌动能有所缓和的迹象存在，但仅凭这一点，不能认定月线趋势已经转强。

10.4｜先看 616 日元支撑，再看反弹力度

当前裁决是低位偏弱；突破压力并守住，才有条件改善判断。

近期成交并未给出明确的持续放量信号。2026 年 11 月 16 日股价收于 632 日元，成交 1.78 万股；11 月 24 日收于 621 日元，成交 1.61 万股。单日成交增加既出现在上涨日，也出现在下跌日，不能单凭其中一天判断资金方向。

后续重点看三个条件：

- 若跌破 616 日元，且后续收盘不能收复，近期支撑转弱；下方再观察 2025 年 4 月的 561 日元低点。
- 若反弹后站稳 636 至 640 日元，再看 646 至 650 日元一带；收复近处均线才能改善短线价格结构。
- 若进一步突破 2026 年 1 月和 8 月的 682 至 683 日元高点，并有成交量配合，才能说近一年上沿受到有效挑战。

2026 年 11 月 26 日股东通信提出，在业绩扩大趋稳、新办公楼资金收支更明确后，考虑特别股息或回购。额外回报尚未决定，也不能据此推断近期股价波动的原因；技术判断仍以价格和成交量为准。 [S01]

10.5｜早期最高点仍需核对
完整历史的早期高点被图例遮挡，不能把数据区间高点当作全图最高价。

行情数据从 2001 年 1 月开始，覆盖期内高点为 2001 年 3 月的 4240 日元；图中更早已有 K 线。早期高位大致在 4300 日元附近，但最高价及月份仍需更清晰的图表核对。

图示均线、布林带和 MACD 均为 2026 年 11 月 27 日当时的月线读数，11 月收盘后可能变化。616 日元及其他价位是观察位置，不代表价格必然止跌或突破。

10.6｜图表与行情数据核对
正文以 TradingView 月线全历史图为准，行情数据用于精确价格比较。

- 数据：行情数据从 2001 年 1 月开始，并将 2001 年 3 月的 4240 日元列为全历史高点；图：图中 2001 年标签左侧已有月 K 线，起点按坐标估计在 2000 年；早期高位受图例遮挡，完整历史最高点及月份无法准确确认；处理：正文采用图中更长的历史覆盖范围；4240 日元只称为数据覆盖期内高点，不认定为完整图表的历史最高价。
- 数据：截至 2026 年 11 月 26 日，最新收盘为 622 日元；图：2026 年 11 月 27 日生成的图表显示最新月线价格 623 日元；处理：两者时点不同。正文以已接收行情的 11 月 26 日收盘 622 日元作精确比较，并单列图中 623 日元；11 月月线尚未结束。

11｜风险与催化剂

11.1｜项目交接是利润预测最大的变数
主要项目结束与新项目启动之间的空档，可能压低利润。

2026 年 10 月 26 日的业绩说明问答显示，海外大型家用游戏机项目暂停后，相关开发人员已基本重新分配。公司未把项目重启计入 2027 年 8 月期预测，因此重启有望带来增量，但目前尚无重启预期。

同期，公司表示多个主要项目预计在 2027 年 8 月期上半财年完结。新项目初期以企划和构想为主，投入工时难以迅速形成收入；若交接不顺，人员闲置和成本压力可能重新上升。

- 项目风险何时上升？主要项目结束后，新项目启动或收入确认慢于预期。
- 什么会带来增量？暂停项目确定重启，或新项目比预期更快贡献收入。 [S11][S12][S13]

11.2｜现金回收和成本控制仍有压力
账面利润转为现金的速度，取决于客户验收和项目成本。

2026 年 11 月 19 日提交的年度报告显示，8 月末合同资产为 17.11 亿日元，客户验收时才转为应收账款。公司按开发进度确认收入；若验收延迟，已确认收入的现金回收也可能推迟。

项目规格或工期变化会改变工时和预计总成本，进而影响收入确认进度和利润。2026 年 8 月期经营活动现金流为流出 2.18 亿日元；同期开支和回款仍需持续观察。

- 回款风险何时上升？合同资产持续增加，客户验收或付款进度滞后。
- 利润风险何时上升？项目追加工作导致成本增加，收费调整不足以覆盖成本。 [S04][S13]

11.3｜新订单和利润率改善是业绩催化剂

新订单已有规模，但何时形成利润仍取决于项目推进。

2026 年 10 月 26 日，公司表示新接的 3 个项目各自在开发完成前预计累计销售额至少 5 亿日元，开发期约 2 至 4 年。订单增加了未来收入来源，但这些金额不能直接当作单年收入。

公司 2026 年 10 月 8 日预测，2027 年 8 月期销售额为 60 亿日元，同比下降 5.0%；营业利润为 4.15 亿日元，同比增长 45.9%。10 月 26 日公司解释，利润改善预期来自大规模人员闲置基本消除，以及接近完工项目的外包减少。

- 什么会强化业绩预期？新项目投入工时加快转化为收入，人员闲置维持低位。
- 什么会推翻利润改善判断？项目交接导致闲置重新扩大，或外包及开发成本高于预期。 [S11][S13]

11.4｜额外股东回报取决于经营和新楼资金

特别股息或回购是潜在催化剂，目前还不是已决定事项。

2026 年 11 月 26 日的股东通信称，若业务扩大趋稳，且長岡京新オフィスビル的资金收支更加明确，公司会考虑特别股息或回购。公司 2027 年 8 月期的年度股息预测仍为每股 25 日元。

2026 年 8 月期土地处置产生约 7.48 亿日元特别收益，投资不动产出售收入为 12.99 亿日元。这些一次性流入不能代替持续经营现金流，新楼资金需求也会影响额外回报的空间。

- 额外回报何时可能推进？经营稳定扩大，新楼资金收支明确后，公司作出具体决定。
- 治理风险如何跟踪？2026 年 11 月 20 日披露审计机构因合并而变更，需核对交接安排。

仍需跟踪新项目逐年收入、客户集中度、新楼总投资和完工时间；审计机构变更公告原文及 2026 年 11 月 12 日股东大会材料订正内容也有待核实。 [S01][S02][S03][S06][S11][S13]

12｜反常识发现

12.1｜净利润大增不等于主业恢复

净利润增长容易掩盖游戏开发利润和现金流的走弱。

2026 年 11 月 19 日提交的有价证券报告书显示，2026 年 8 月期归母净利润增长 186.7%，但营业利润下降 58.8%，降至 2.84 亿日元。两者方向相反，关键区别是土地处置带来的约 7.48 亿日元特别利益。

同一财年，经营活动现金流为流出 2.18 亿日元，投资活动现金流则为流入 13.65 亿日元，其中投资不动产出售收入为 12.99 亿日元。出售资产带来的现金不能按每年重复出现的经营收入估值。 [S04][S13]

12.2｜新订单不能立即替代暂停项目

新订单能否及时补足收入仍需观察

暂停项目未计入预测，新订单能否及时补足收入仍需观察。

2026 年 10 月 26 日的业绩说明问答集称，海外大型游戏项目仍无重启预期，公司已将其重启排除在 2027 年 8 月期预测之外，相关开发资源基本完成重新配置。因此，该项目继续暂停本身，并不构成相对于公司指引的新减项。

公司同时披露，新接的三个项目预计各自累计销售额至少 5 亿日元，开发期为 2 至 4 年。但新项目启动阶段以企划和构想为主，收入形成需要时间；多个主要项目又预计在 2027 年 8 月期上半财年完结。新订单提高了未来收入的可见度，却不能直接等同于本财年收入。 [S11][S12]

12.3｜收入确认不等于客户已经付款

开发进度带来账面收入，验收和回款仍需另行观察。

2026 年 11 月 19 日提交的有价证券报告书显示，公司主要受托开发合同按履约进度确认收入，进度以已发生成本占预计总成本的比例计量。项目规格或工期变化可能改变预计成本，进而影响收入确认和利润。

截至 2026 年 8 月末，合同资产为 17.11 亿日元，客户验收后才转为应收账款；期末尚未履行义务对应的交易价格为 10.37 亿日元，公司预计大致两年内确认收入。前者涉及已确认收入的后续验收，后者涉及未来履约，两者不能当作同一笔订单收入，也不能直接相加推算现金。 [S04]

12.4｜额外股东回报有条件

稳定分红是当前基准，特别股息和回购仍是有条件的选择。

2026 年 10 月 8 日公布的财报显示，2026 年 8 月期年度股息为每股 25 日元，2027 年 8 月期预测维持 25 日元。2026 年 11 月 26 日发布的股东通信进一步提出：若业务业绩扩大趋稳，且長岡京新オフィスビル（新办公楼）的资金收支更明确，公司将考虑特别股息或回购。

这一表述增加了额外回报的可能性，但没有宣布实施。2026 年 11 月 27 日的股东回报页面仍强调，稳定分红要兼顾内部留存和新业务资金。

后续需要核实新楼总预算和支出安排、三个新项目逐年确认收入的计划，以及客户集中度和人员利用率；这些未知项会影响利润预测和额外回报的判断。 [S01][S11][S13][S20]

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜项目交接决定利润预测

下一次复核应先看新项目能否接上即将完结的项目。

公司在 2026 年 10 月 26 日说明，多个主要项目预计于 2027 年 8 月期上半财年完结，新项目启动阶段形成收入需要时间。

- 人员闲置会压低利润：下一份财报中，项目交接后是否再次出现大规模开发资源闲置？
- 新订单需要时间转化：截至 2026 年 10 月 26 日，新接的 3 个项目各自预计累计销售额至少 5 亿日元、开发期约 2 至 4 年；后续是否披露各年收入计划？
- 暂停项目可能影响人员安排：2026 年 2 月暂停的海外大型项目何时重启？该项目重启尚未计入 2027 年 8 月期预测。 [S11][S12][S13]

13.2｜经营利润和现金流要分开看
下一份财报应同时核对利润改善和客户回款。

2026 年 10 月 8 日公布的 2027 年 8 月期预测中，营业利润为 4.15 亿日元，同比增长 45.9%。公司预期闲置减少和外包支出下降会改善利润率。

- 指引取决于执行：下一次业绩披露是否维持全年营业利润预测，实际进度与预测相差多少？
- 营业利润和土地收益分开看：下一期营业利润是否改善？2026 年 8 月期净利润包括土地处置产生的约 7.48 亿日元特别利益，下一期净利润受到多少一次性事项影响？
- 收入确认不等于收款：截至 2026 年 8 月末，合同资产为 17.11 亿日元，验收后才转为应收账款；下一期验收和回款进度如何？ [S11][S13][S04]

13.3｜额外股东回报仍有条件
股息有明确预测，额外回报还要等经营和新楼资金收支明朗。

2026 年 10 月 8 日的财报列示，2027 年 8 月期预计每股分红 25 日元，与上年相同。2026 年 11 月 26 日的股东通信新增了考虑特别股息或回购的条件，但尚未作出实施决定。

- 分红覆盖程度会影响持续性：预测派息率为 67.7%，高于 2026 年 8 月期的 26.4%；全年盈利预测是否发生变化？
- 新楼会占用资金：公司何时披露長岡京新オフィスビル（新办公楼）的建设预算及资金收支？
- 额外回报尚属考虑：经营扩大是否趋稳，公司是否进一步宣布特别股息或回购的金额与时间？ [S01][S13][S20]

13.4｜治理事项和披露缺口需要核实
审计交接和股东大会材料更正，目前都不能判断具体影响。

2026 年 11 月 20 日的公告摘要涉及审计机构因合并而变更；2026 年 11 月 12 日的披露列表则显示股东大会材料有更正。

- 审计交接关系到财务报告监督：公告原文中的生效安排、审计人员及公司说明是什么？
- 更正内容可能关系议案判断：股东大会材料具体修改了哪些项目？
- 项目集中度关系到利润波动：主要客户占比、项目毛利及人员利用率能否在后续披露中确认？下一次业绩公布的具体日期也有待核实。 [S02][S03][S06][S04]

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜45.35/100 分、C 级：一次性收益、项目交接和估值缺口拖累判断，现金与稳定分红提供缓冲
Kabugami 评分 V3.2：45.35/100 分，评级 C（40 至 54.9 分档）。

动作：WATCH（观望）：先跟踪新项目接续、经营现金流和估值依据；若项目交接顺畅且回款改善，再考虑转向积极。（S11、S13）

各模块得分/满分：

- 财务韧性与下行防御 7.15/13 分：截至 2026 年 8 月末，现金及现金等价物为 23.56 亿日元，为公司提供资金缓冲。但总负债、净有息负债和長岡京新オフィスビル后续支出尚不明确，现有现金不能单独证明财务韧性充足。（S13、S01）
- 竞争优势与结构耐久性 6.3/14 分：截至 2026 年 8 月末，公司游戏事业有 479 名员工，单体员工平均勤续 11 年，具备承接开发项目的团队基础。但客户续约率、转换成本和定价权缺少证据，尚不能认定拥有持久护城河。（S04）
- 盈利质量、现金转化与资本效率 5.95/17 分：2026 年 8 月期归母净利润增至 7.17 亿日元，受到土地处置约 7.48 亿日元特别收益影响；同期经营现金流流出 2.18 亿日元。合同资产 17.11 亿日元仍需客户验收，利润转化为现金的情况有待改善。（S04、S13）
- 商业结构、产品、客户与关键依赖 4.95/11 分：2026 年 10 月 26 日，公司披露 3 个新项目各自预计累计销售至少 5 亿日元，开发期为 2 至 4 年，人员也已基本完成重新配置。但主要项目将在上半财年完结，新订单收入接续时间及客户集中度仍不明确。（S11）
- 估值与安全边际 6.75/15 分：第 09 章缺少符合估值口径的一手收盘价、净资产和净有息负债数据，无法判断安全边际。2026 年 8 月期净利润 7.17 亿日元包含土地处置收益，即使补齐价格，也不能直接把实绩市盈率视为持续盈利估值。（S04、S13）
- 资本配置与股东回报 5.5/10 分：2027 年 8 月期预测每股分红维持 25 日元，提供稳定回报基准，但预测分红支付率升至 67.7%。2026 年 11 月 26 日提出的特别股息或回购还取决于经营趋稳及新楼资金收支明朗，并非实施决定。（S13、S01）
- 治理、所有权与管理层 4.2/7 分：2026 年 11 月 19 日提交的年度报告显示，8 名董事中有 4 名独立社外董事，全年 16 次董事会中仅 1 人缺席 1 次。监督结构有一定基础，但主要股东持股、审计交接细节及股东大会材料订正内容仍待核实。（S04、S02、S06）
- Kabugami 技术结构 4.55/13 分：长期股价多次反弹后回落，2022 年 4 月高点 949 日元之后，2026 年两次上探 682 至 683 日元均未持续突破。11 月 26 日收于 622 日元，跌至近一年区间下沿；但仍高于 2025 年低点 561 日元，尚不能认定长期下跌已结束。

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｜株式会社トーセ｜2026 年 8 月期 株主通信｜2026-11-26｜株主通信｜https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS05083/71d36ec7/4034/4bd7/b858/983bcbc8986b/20261126152348583s.pdf

[S02] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ／株マップ.com 適時開示掲載｜公認会計士等の合併に伴う異動に関するお知らせ｜2026-11-20｜適時開示｜https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261120583820.pdf（未在检索记录中复核）

[S03] 一级·公司/交易所｜株マップ.com｜トーセ 適時開示情報（過去 3 ヶ月）｜2026-11-20｜適時開示｜https://jp.kabumap.com/servlets/kabumap/Action?SRC=basic/news/base&codetext=4728（未在检索记录中复核）

[S04] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ／EDINET｜有価証券報告書－第 47 期(2025 年 9 月 1 日－2026 年 8 月 31 日)｜2026-11-19｜有価証券報告書｜https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100ZIUS.pdf（未在检索记录中复核）

[S05] 一级·公司/交易所｜日本取引所グループ（TDnet 開示資料）｜ＫＬａｂ株式会社（3656）2026 年 12 月期 第３四半期決算短信｜2026-11-12｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/36560/140120261111574589.pdf

[S06] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ／株マップ.com 適時開示掲載｜「第 47 期定時株主総会その他の電子提供措置事項（交付書面省略事項）」の一部訂正について｜2026-11-12｜適時開示｜https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261111573815.pdf（未在检索记录中复核）

[S07] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ／株マップ.com 適時開示掲載｜独立役員届出書｜2026-11-09｜適時開示｜https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261109568486.pdf（未在检索记录中复核）

[S08] 一级·公司/交易所｜株式会社デジタルハーツホールディングス｜2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕(連結)｜2026-11-05｜決算短信｜https://pdf.irpocket.com/C3676/xoA3/DnNg/bSt6/o73A.pdf

[S10] 一级·公司/交易所｜株式会社 Aiming（经由 Japan IR 资料页）｜2026 年 12 月期 第 3 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-10-27｜決算短信｜https://japanir.jp/wp-content/uploads/2026/10/3911-20261027-01.pdf

[S11] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜2026 年 8 月期 決算説明 質疑応答集｜2026-10-26｜決算説明資料｜https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS05083/ac8061b9/de11/4934/8d4e/afd43ac9fc3c/20261026153657339s.pdf

[S12] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜2026 年 8 月期 決算説明資料（解説付）｜2026-10-16｜決算説明資料｜https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS05083/3a86df09/6b6d/4cfb/87f0/2de69d72b832/20261016170451718s.pdf（未在检索记录中复核）

[S13] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜2026 年 8 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-10-08｜決算短信｜https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261008547872.pdf（未在检索记录中复核）

[S19] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜会社概要｜日期未标｜公司 IR｜https://www.tose.co.jp/company/profile.html

[S20] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜株主還元｜日期未标｜公司 IR｜https://www.tose.co.jp/ir/stock/dividend.html（未在检索记录中复核）

[S31] 其他网页｜株式会社 KADOKAWA｜ゲーム業界のデータ年鑑「ファミ通ゲーム白書 2026」発刊、世界ゲーム市場は 32.1 兆円、国内市場は 2.5 兆円に拡大｜日期未标｜专业媒体｜https://group.kadokawa.co.jp/information/promotional_topics/article-15406.html

15.2｜已检索但正文未引用的来源

[S09] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ／株マップ.com 適時開示掲載｜第４７期定時株主総会招集通知及び株主総会資料｜2026-10-30｜適時開示｜https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261028558021.pdf（未在检索记录中复核）

[S14] 行业协会｜一般社団法人コンピュータエンターテインメント協会（CESA）｜■ 『CESA ゲーム産業レポート 2025』の主なトピックス｜2025-12-15｜行业统计｜https://www.cesa.or.jp/uploads/2025/release_game_industry_report2025.pdf

[S15] 行业协会｜一般社団法人コンピュータエンターテインメント協会（CESA）｜ゲーム産業レポート 2025｜2025-12-15｜行业统计｜https://www.cesa.or.jp/action/industry-research/2025/

[S16] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜IR 情報｜日期未标｜公司 IR｜https://tose.co.jp/ir/

[S17] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜決算期毎関連資料まとめ｜日期未标｜公司 IR｜https://tose.co.jp/ir/library/post.html

[S18] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜IR スケジュール｜日期未标｜公司 IR｜https://www.tose.co.jp/ir/schedule.html

[S21] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜IR ニュース｜日期未标｜公司 IR｜https://tose.co.jp/ir/irnews.html

[S22] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜有価証券報告書｜日期未标｜公司 IR｜https://www.tose.co.jp/ir/library/financialreport.html

[S23] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜決算短信｜日期未标｜公司 IR｜https://tose.co.jp/ir/library/summary.html

[S24] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜決算説明資料｜日期未标｜公司 IR｜https://tose.co.jp/ir/library/explanation.html（未在检索记录中复核）

[S25] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜株主通信｜日期未标｜公司 IR｜https://www.tose.co.jp/ir/library/businessreport.html

[S26] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜株式情報｜日期未标｜公司 IR｜https://www.tose.co.jp/ir/stock/

[S27] 一级·公司/交易所｜株式会社トーセ｜2026 年 8 月期中間 特集｜日期未标｜公司 IR｜https://www.tose.co.jp/ir/individual/special/202606/000704.html

[S28] 一级·政府统计｜経済産業省｜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

[S29] 其他网页｜一般社団法人日本オンラインゲーム協会（JOGA）｜発行物｜2026-07-10｜行业统计｜https://japanonlinegame.org/result/issue/?lang=tc

[S30] 其他网页｜ファミ通.com｜『JOGA オンラインゲーム市場調査レポート 2026』明日（7/10）発売。2025 年の国内市場規模は 9899 億円、生成 AI 活用率は 100%を記録｜2026-07-09｜专业媒体｜https://www.famitsu.com/article/202607/80926

[S32] 其他网页｜株式会社電通｜情報メディア白書 2026｜ゲーム｜日期未标｜专业媒体｜https://www.dentsu.co.jp/knowledge/infomedia/2026/index7.html

[S33] 其他网页｜株式会社 Aiming｜IR カレンダー｜日期未标｜公司 IR｜https://ir.aiming-inc.com/calendar/

15.3｜来源质量与新鲜度检查

来源 33 条（一级官方 26 条，占比 79%）；带发布日期 18 条；90 天内 13 条，14 天内 4 条；转载站链接 0 条（已替换为官方原文 8 条）。

检索中浏览过的网页 173 个；事实 76 条。

缺少的来源类型：无

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

分阶段检索成本：R0P $0.0361；R0A $0.0398；R0B $0.0598；R0C $0.0519；R0D $0.0193

15.5｜Research Stop 与主要 UNKNOWN

・核心财务数字未纳入：本轮可直接访问的株式会社トーセ IR 网页将决算短信、决算説明資料、有価証券報告書、半期報告書及株主通信下载链接转至 contents.xj-storage.jp；该域名不在本阶段允许的来源域名内，因此未将这些文件内容作为事实来源。

・最新有価証券報告書全文、其后半期報告書全文及实际提交日期：已查株式会社トーセ IR 首页、决算期每関連資料まとめ、有価証券報告書目录及 IR 日程；页面显示报告名称/资料栏目，但受下载链接域名限制，未读取文件正文。IR 日程列示 2026 年 11 月 19 日发行有価証券報告書。

・近四期决算短信的分部收入与利润、毛利率、费用、现金流、资产负债、年度及季度指引、指引修订和股东回报数字：已查株式会社トーセ IR 首页、决算短信目录和决算期每関連資料まとめ；正文链接转至不允许使用的域名，未能核验具体报表数值。

・2025-11-27 以来全部重要適時開示（业绩修正、减损、并购、回购、分红变更、人事、诉讼）：已打开株式会社トーセ IR ニュース页并查阅其 IR 资料目录；在允许访问的页面内容中未取得覆盖该期间的完整公告清单或逐份公告正文。故不能据此断言期间内有或没有相关公告。

・最新决算説明資料、説明会质疑回答集、中期经营计划及株主通信正文：已查 IR 首页、资料汇总页、决算説明資料目录及株主通信目录；文档下载链接转至不允许使用的域名，无法提取内容。中期经营计划是否存在及其全文内容未核实。

・最近 3 个月月次销售或运营数据：已查 IR 首页、IR ニュース及资料汇总页，允许访问内容中未发现可核验的月次披露；不能确认公司是否在其他允许来源发布过月次数据。

・至少 12 份原文及 30 条财务/经营事实的目标未完成：受限于允许来源域名范围和原文文件跳转域名，以上事实仅记录实际读取的株式会社トーセ公司 IR 网页内容；未使用域名不符的文件、第三方聚合页面或未读文件内容补足。

・JOGA『JOGA オンラインゲーム市場調査レポート 2026』的公开页面确认其于 2026-07-10 发行，但本次未能读取报告中的市场规模、同比及调查数字，故未纳入数值事实。

・本次未读取到各公司按统一定义计算的外包开发市场规模、开发人员供需或行业工资成本统计；市场总额不能替代游戏开发外包细分市场数据。

・KADOKAWA《ファミ通ゲーム白書 2026》网页未能确认精确发布日期；来源条目 published_at 留空。

・『情報メディア白書 2026』网页未能确认精确发布日期；来源条目 published_at 留空。

・株式会社 Aiming 财务原文通过 Japan IR 资料页读取；其公司 IR 日历确认 2026 年 10 月 27 日为第 3 季度决算发布日，但本次未取得公司域名下该期决算短信的直接 PDF 网址。

・2026-11-20 会計审计机构变更公告原文 PDF 在本次检索中无法正常读取；审计机构名称、具体生效日及公告所述程序依据尚待原文核验。

・2026-11-12 电子提供材料订正的具体修订内容未能读取。

・2026-11-09「独立役員届出書」正文未能读取，无法确认独立役员名单及任职状态。

・截至 2026-11-27，未检索到 2026-11-13 之后关于 Nintendo Switch 2 订单增量、海外大型游戏项目重启、月次销售数据或新型项目确认收入的可核验新披露。

・CESA／JOGA 近期市场统计、3676、3656、3911 同业最新公告及专业媒体对トーセ在本窗口内的独立报道，未在本阶段逐项核验。

・未关闭：分部现金流未在本次读取的披露资料中按「ゲーム事業」「その他事業」拆分；分部利润和收入可核验，但不能据此推定分部现金创造。

・未关闭：未读到株式会社トーセ按单一客户披露的销售额占比、客户集中度、项目级毛利、人员稼动率序列或价格报价细节；3 件新增项目的金额、客户、平台及收入确认时点也未披露于本次读取内容。

・未关闭：邻接土地转让及特别利益金额已由决算短信核实，但长岡京新オフィスビル的总建设预算、完工时间、后续资本开支安排，以及西大路開発センター处置的交易日期和损益未在本次读取资料中核实。

・未关闭：同行比较的会计期间与业务结构不完全一致；本次未对 3676、3656、3911 的年化人均收入、现金流及自有 IP/受托开发占比按统一口径重新计算。已收集摘要中的同行数字不能替代该项同口径复核。

・部分关闭：CESA 平台用户数及 JOGA 在线市场、运营人员和 AI 应用数据已补入；JOGA 的定量数据取自 Fami 通对报告的发售报道摘要，不是报告正文，报告正文中的调查口径、样本量、开发费、成本趋势和用户 ARPU/ARPPU 仍未核验。

・未关闭：本次未找到可核验的统一口径日本游戏开发外包市场规模、外包需求预算、开发周期趋势或行业工资成本序列；公司自述项目风险不等于行业统计。

・未关闭：外汇风险的具体敏感度、合同变更收费或追加成本覆盖机制、客户验收争议实例，以及土地款用于新办公楼或新业务的具体资金安排尚未核实。

・未关闭：没有以 2026-11-27 为截止进行完整逐条适时开示检索，不能据本次结果断言该日之前所有新增项目、订单、资产交易或治理事项均已覆盖。

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。