5659 日本精線株式会社（Nippon Seisen Co., Ltd.）

Kabugami V3.2 63.51/100 · B

这家公司是做什么的

日本精線株式会社（Nippon Seisen Co., Ltd.，东证 Prime 市场 5659）总部在大阪，1951年创业，主营不锈钢线材，包括弹簧用线、螺栓用线、异形线、高合金线和钛线；同时经营金属纤维 NASLON 及其…

最近亮点

2026年10月28日公司披露2027年3月期（FY27/3）上半年业绩。销售额251.45亿日元（上涨11.9%），营业利润18.53亿日元（上涨55.1%），经常利润19.86亿日元（上涨59.9%）。经常利润比公司4月给出…

资料截止 2026-11-09 · 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	Claude 研究
研究日期	2026-11-09
研究规则版本 SHA	8484dd6fa1bb2c23409435b8578f4302c0e86dc4
评分版本	V3.2
发布源 SHA	34c7472487aec2c3444b6fc088e01c4816b2a5c3
交付代码版本 SHA	34c7472487aec2c3444b6fc088e01c4816b2a5c3
交付运行时指纹	2602446d7ce949535e8f178fbf279f5caa1a94e2d89d790554c72b6ab9946cf6
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	2d5d7e1b-0523-5209-b6a3-6aca1c817604
Canonical 快照 ID	7b69bb46-8637-55a9-839a-b755c3805b62
Canonical 研究日期	2026-11-09
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	5659

先看研究要点

为什么值得研究	利润回升主要来自卖什么，而不是卖多少，这一点在公司自己的产品口径里能核对。上半年经常利润增加 7.44 亿日元，其中约 5.26 亿日元来自产品结构（以 NASclean 为首），销量只贡献约 1.51 亿日元；NASclean 月销售额从 3.66 亿日元升到 6.21 亿日元。资产负债表几乎无借款，自有资本比率 73.2%，现金及存款 173.28 亿日元；价格对应预测市盈率 12.4 倍（PER）、市净率 0.90 倍（PBR）、预测股息率 4.2%。
最需要担心什么	利润来源集中在一个产品系列和一个资本开支周期上。NASclean 贡献了上半年金属纤维销售增长的大部分，修订计划还假设其月销售额继续升到 6.47 亿日元；半导体设备投资若暂停，这条线的利润贡献会收缩，而工资上调和新增折旧已把固定成本抬高。NASclean 的订单积压、产能和客户集中度均未披露，这个风险目前无法量化。
Kabugami 现在怎么看	评分 63.51（V3.2），评级 B；操作上以观察并持有为主，不追高。现金充裕的资产负债表、4.2%的预测股息率和低于账面的价格提供底部支撑；上行要靠产品结构继续兑现，即 NASclean 月销售额守在 6 亿日元左右或更高，且下半年经常利润达到 23.64 亿日元。订单、产能和下一个中期计划的目标均未披露，这一判断带有条件。价格收回 12 个月均线并守住 1,164 日元，可以逐步提高关注度；月线收盘跌破 1,164 日元、NASclean 月销售额大幅回落，或新中期计划放弃净资产收益率目标，则应下调。

01 | 投资问题与当前结论

01.1｜利润已经回来，问题是产品结构能否撑到净资产收益率 8%

核心问题是：上半年的利润回升能不能由产品结构撑住，并把净资产收益率（ROE）从 2026 年 3 月期（FY26/3）的 5.1%带回公司计划里的 8%。当前评分 63.51，评级 B，操作上观察并持有，不追高。

这个问题成立，来自三件事叠在一起。26/3 期是真实的利润低谷，经常利润下降 29.3%；2027 年 3 月期（FY27/3）上半年经常利润上涨 59.9%，而不锈钢线材销量只增长 1.1%，说明回升靠的是产品结构。公司几乎没有借款，ROE 随利润一对一变动，没有杠杆可以替利润垫底。按上调后的预测，27/3 期经常利润 43.5 亿日元，只达到中期计划 NSG26 最终年度目标 52 亿日元的 84%，ROE 折算约 7%。

价格已经反映了这个差距：市净率 0.90 倍，上调业绩和分红之后股价仍下跌 4.66%。当前价格是市场对“能否走到 8%”的折价，不是明显的错杀。

对这一判断的把握一般。NASclean 的订单积压、产能、客户集中度和新中期计划的目标都没有披露，它们决定正常化利润的高度。

01.2｜接下来两次财报就是检验，推翻条件已经写在数字里

支持当前判断的条件很具体：NASclean 月销售额守在 6 亿日元左右或更高，高功能产品占比从 67.3%继续上升，经常利润即使晚一个计划期也接近 52 亿日元。三者成立，ROE 在现有净资产上就能越过 8%，向 1.0 倍市净率靠拢才有算术依据。

推翻条件同样具体：NASclean 月销售额从 6.21 亿日元的水平腰斩，经常利润率连续两个半年停在 7%以下，或者新中期计划放弃 ROE 承诺。出现任何一条，这轮回升更像周期性红利，股价回到低估值的受控线材商。

时间表也清楚：2027 年 1 月下旬预计披露三季度业绩，随后是年度业绩和新中期计划。下半年需要经常利润 23.64 亿日元，同比上涨 18.3%，是上半年增速的零头，门槛不高但不能落空。

02｜公司本质与商业模式

02.1｜股东买到的是大同特殊钢集团内一家受控的专业厂商

日本精線 1951 年在大阪创业，最初做不锈钢线材，1956 年改用现名，1962 年上市，2022 年转入东证 Prime 市场。1984 年枚方工厂建成 NASLON 过滤器产线，2003 年 11 月大同特殊钢成为最大股东，公司进入大同特殊钢集团。

控制关系解释了这家公司的很多选择。大同特殊钢持有 50.37%的股份（计表决权为 50.63%），同时是集团主要原材料供应方；现任社长利光和宏（2023 年 6 月就任）一直在大同特殊钢任职，做到代表董事、副社长。供应、人事和股权由同一个主体决定，回购、收购少数股权或计划范围，也最终取决于母公司。

集团由公司本身加五家合并子公司构成。泰国 THAI SEISEN 持股 95%，做线材；常熟 Naslon Precision Filter 持股 80%，做金属纤维过滤器。大连 Daido Stainless 持股 74%，做线材，已决议解散并在清算。Korea Naslon 持股 100%，做销售支持；枚方的 Nissei Techno 持股 100%，做线材加工。合并员工 815 人。

02.2｜利润来源正在从商品线材转向自有过滤产品

公司的钱来自两条线。不锈钢线材是基本盘，26/3 期销售额 377.19 亿日元，占总销售额八成左右，客户在弹簧、螺栓、网、医疗和电子零件等国内工业；金属纤维 26/3 期销售额 88.81 亿日元，其中 NASclean 50.12 亿日元，主要装进半导体和平板显示制造设备。

把七十年的经营史放在一起看，耐久的部分是专业制造经验、嵌进客户工艺的认证关系，以及从未依赖杠杆的资产负债表；即使低谷年也保持盈利和正的经营现金流。不耐久的是当前利润的构成：过滤器引擎依赖半导体设备投资周期，太阳能用超细线正在被材料替代拿走，固定成本基数已经抬高。

因此损益表的行为，更像一家披着商品线材外壳的特种材料公司：线材销量几乎不变，利润由卖什么决定。具体的利润桥在财务章展开。

03｜产品、客户与供应链

03.1｜线材基本盘在缓慢复苏，只能托住利润下限

不锈钢线材卖给国内工业，行业出货量在 2023 年度见底，此后缓慢回升（不锈钢协会数据到 2026 年 8 月）。2027 年 3 月期上半年，集团线材销量每月 2,931 吨，增长 1.1%，一季度（4–6 月）为 2,900 吨左右。需求在行业总量几乎不涨的情况下有结构：汽车和半导体设备用螺栓材料、日用品弹簧材、医疗用超细弹簧材、积层陶瓷电容器（MLCC）用超细线都在走强。

分地区看，日本线材销量从每月 2,777 吨升到 2,934 吨，泰国从 322 吨升到 336 吨，中国和韩国从 17 吨降到 6 吨。修订计划假设线材每月约 2,920 吨、月销售额 33.64 亿日元：平坦的基数。线材价格和产品组合的细分未披露。

基本盘的角色因此很清楚：托住利润下限，但不能自己完成利润目标。

03.2｜NASclean 是成长引擎，金属纤维已成为第二主业

NASclean 超精密气体过滤器是这轮回升的核心。月销售额从 26/3 期上半年的 3.66 亿日元升到 2027 年 3 月期上半年的 6.21 亿日元，上涨 69.5%；上半年销售额 37.26 亿日元，已接近 26/3 期全年的 50.12 亿日元，按这一水平年化超过 74 亿日元。修订计划把月销售额假设从 5.86 亿日元提高到约 6.47 亿日元。

金属纤维上半年销售额 54.80 亿日元，上涨 45.4%，占销售额 21.8%（26/3 期为 19.1%），几乎贡献了全部增长：销售额增加 26.67 亿日元中，NASclean 约 15.27 亿日元。NASLON 过滤器上半年 17.54 亿日元，上涨 11.6%。公司的看法是，增长来自半导体需求持续强劲，包括 AI 和数据中心用的半导体制造设备。

公司自己的产品口径可以印证结构改善：高功能和自有产品（定制弹簧材、100 微米以下超细线、NASLON 过滤器、NASclean 金属膜过滤器）上半年月均销售额 28.18 亿日元，占 67.3%，上年度为 25.65 亿日元和 66.1%；商品类产品月均 13.72 亿日元，几乎持平。修订计划保持 67.3%。各产品的收入和利润没有单独披露，过滤器线的真实利润率无法与线材分开。

03.3｜生产集中在日本，海外只是卫星

26/3 期日本贡献约 89%的对外销售，2027 年 3 月期上半年日本贡献销售增长的 93%，日本分部利润 16.64 亿日元，占营业利润 18.53 亿日元的大头。泰国是线材卫星（上半年销售额 20.16 亿日元），常熟做过滤器，中国和韩国分部上半年销售额只有 5.41 亿日元。

增长引擎也在日本：26/3 期金属纤维销售额中，日本 80.39 亿日元、中国和韩国 8.42 亿日元，泰国为零。生产集中在大阪的枚方和东大阪工厂，增长引擎因此也暴露在单一经营区域上。汇率敏感度在已读材料中没有量化。

大连线材子公司 2025 年 11 月决议解散，目前在清算。这是对太阳能超细线结构性萎缩的回应，中国和韩国线材月销量也随之从 17 吨降到 6 吨。清算的最终成本和收回金额、剩余的中国和韩国业务规模都没有披露。

03.4｜金属纤维的另一半已经走软，客户和订单未披露

金属纤维内部两条线方向相反。2027 年 3 月期一季度（4–6 月），NASclean 月销售额 6.10 亿日元（上年同期 3.84 亿日元），而 NASLON 过滤器和工业材料降到 2.16 亿日元（上年同期 3.08 亿日元），原因是缺少海外碳纤维相关的大项目。整个上半年这条线月均 2.92 亿日元，高于上年的 2.61 亿日元，说明二季度有回升，但增长目前依赖单一产品系列。

这意味着：需求质量在改善，客户集中度却没有数据可核。NASclean 的客户名称、订单积压、产能上限和对 AI 相关设备的依赖程度都未披露，公司对设备市场的份额估计也没有给出。这些信息要等简报评论或新中期计划的假设。

氢能相关材料和氢回收技术是 NSG26 提出的第二个成长方向，但没有单独的收入项目，目前只算期权，不计入盈利；其收入进展和披露时间也是未知。

04｜竞争格局与产业关系

04.1｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来

26/3 期利润下滑的起点是太阳能用超细线：中国库存调整，加上丝网印刷用网的材料从不锈钢转向非不锈钢。这使线材销量增长 2.5%到每月 2,914 吨的同时，线材销售额下降 3.0%到 377.19 亿日元，说明被拿走的是高附加值应用。

这类需求应当当作正在消融，而不是延期。正常化盈利如果假设太阳能回升，会高估线材基础业务。客户的工艺选择既能创造收入线，也能拿走收入线；公司面对的风险因此是阶梯式的收入损失，不是价格战的渐进挤压。管理层的动作是解散大连子公司，剩余太阳能相关收入有多少、什么时候不再拖累线材利润、是否会完全退出丝网印刷领域，均未披露。

04.2｜竞争框架：传统对手没有主导近两年，工艺替代才是实际事件

线材一侧的竞争框架包括综合不锈钢厂商，例如日本冶金工业（Nippon Yakin Kogyo），它 1953 年曾参与公司前身的出资，也说明这个体系的历史有多长。但近两年真正发生的竞争事件是替代，不是价格竞争；气体过滤器一侧的对手是向半导体设备厂供货的过滤器和膜厂商，未在公开资料中点名。

已披露材料里没有可验证的市场份额，也没有对手的名字和位置。因此毛利率的上限更多由客户的工艺选择设定，威胁以阶梯式方式到来。

04.3｜AI 和数据中心投资决定这条引擎能转多久

数据中心建设推高半导体设备订单，设备里的气体过滤器用量随之增加，每台设备和每座晶圆厂的含量都在上升。这个周期的长短，决定 NASclean 是盈利基数的一次台阶式抬升，还是线材公司里一场两年的红利。

公司材料没有给出周期长度的独立估计，也没有给出所服务的过滤器市场规模，这一点需要后续披露来补。

05｜护城河判断

05.1｜护城河有产品和工艺依据，但外部验证不足

公司的优势来自嵌进客户工艺的产品。公司把高功能和自有产品定义得很具体：针对高强度、耐高温和超非磁性要求定制的弹簧材，用于医疗、精密电子和氢能社会；细到 7 微米、公司称为最细单根不锈钢线的超细线，用于过滤器和太阳能、电子零件的丝网印刷；用于膜、树脂和碳纤维生产过滤工序的 NASLON 过滤器；装进半导体和平板显示设备的 NASclean 金属膜过滤器。这类产品占销售额 67.3%，上年度为 66.1%。

长期的经营形态也有支撑：七十年的专业经验、没有杠杆的资产负债表，以及低谷年仍盈利。这使利润底部比普通线材商更高。

05.2｜护城河的反面证据：客户工艺改变会拿走收入

同一种力量也会削弱护城河：太阳能超细线被替代，就是客户工艺改变带来的阶梯式收入损失，说明这类客户关系并非不可逆。基础线材面对综合不锈钢厂商，没有看到定价权的证据。

认证周期、唯一供应商身份、客户集中度、过滤器真实市场份额和竞争者位置都未披露，这些信息不足是限制护城河评分的最大变数。数据缺口不是弱点的证据，但在补齐之前，不能按永续高利润率给这份优势估值。

06｜财务质量与现金流

06.1｜26/3 期是一次真实但集中的利润低谷

2026 年 3 月期销售额 466.01 亿日元（下降 0.3%），营业利润 30.77 亿日元（下降 32.8%），经常利润 32.41 亿日元（下降 29.3%），净利润 21.47 亿日元（下降 33.9%），ROE 5.1%。原因集中在太阳能超细线持续萎缩，金属纤维保持坚挺：线材销量增长 2.5%，销售额却下降 3.0%。

前九个月的业绩（销售额 346.55 亿日元、营业利润 21.40 亿日元下降 38.8%、经常利润 22.32 亿日元下降 37.7%）显示下滑在三季度加深，四季度才企稳，因此不是一个季度的偶发事件。即使在这一年，公司仍盈利：经营现金流 36.17 亿日元，投资现金流为负 34.00 亿日元（含约 30 亿日元有形固定资产购置），融资现金流为负 10.45 亿日元，年末现金及等价物 159.09 亿日元。这是后面所有比较的起点。

06.2｜上半年利润恢复强劲，并在二季度继续加速

2027 年 3 月期上半年，销售额 251.45 亿日元（上涨 11.9%），营业利润 18.53 亿日元（上涨 55.1%），经常利润 19.86 亿日元（上涨 59.9%），净利润 14.13 亿日元（上涨 56.6%）。一季度（4–6 月）销售额 121.09 亿日元，营业利润 8.04 亿日元，经常利润 8.78 亿日元（上涨 81.7%）；扣除后二季度（7–9 月）单季销售额 130.36 亿日元，营业利润 10.49 亿日元，营业利润率 8.0%，经常利润 11.08 亿日元。

季度经常利润率从 7.25%升到 8.49%，仍低于 NSG26 的参考值 10.40%；26/3 期和 25/3 期各季度在 4.3%到 10.4%之间。上半年经常利润比公司自己 4 月的上半年预测（15.5 亿日元）高约 28%，净利润 14.13 亿日元对 11.0 亿日元。上调预测的依据是实际的业绩超出，不是会计口径变化或一次性收益，所以修订后的全年数字是对兑现力的检验。

有一处限制：上半年综合收益 11.90 亿日元，只增长 14.0%，低于净利润；其他综合收益为负，净资产从 434.80 亿日元只增加到 438.71 亿日元。资产负债表的变动一部分来自证券和退休金重估，而不是经营。

06.3｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构

公司的利润桥把上半年经常利润增加的 7.44 亿日元拆成几部分。产品结构（content difference，以 NASclean 为首）5.26 亿日元左右，销量 1.51 亿日元左右。降本和售价调整 0.81 亿日元左右，镍价带来的库存评估收益约 1.10 亿日元。固定成本上升（含工资上调）约 2.09 亿日元，部分抵消了这些增量。约七成的利润回升来自卖什么，而不是卖多少。

线材销量只增长 1.1%，经常利润却上涨 59.9%、销售额上涨 11.9%：产品结构就是这家公司的经营杠杆。一季度的利润桥已经完整呈现同一台引擎，镍库存收益、NASclean 的结构改善和售价调整，抵消了几乎持平的线材销量（2,908 吨到 2,900 吨）和工资上调。

这条机制贯穿多个环节：半导体设备投资带来 NASclean 需求，需求拉高产品结构，结构提高每吨线材之外的单位利润，同时改善现金转化和资本回报。同一条主线也把盈利集中到一个客户周期上，所以几个领域不能分开估值。该结构的利润桥是公司自己的口径，产品级毛利率未披露，无法独立核对。

06.4｜镍价是双向的会计变量，增速要扣掉它再看

上半年利润桥里有约 1.10 亿日元的镍库存评估收益，是在伦敦金属交易所（LME）镍价先升后软的行情里取得的：2026 年 4–6 月均价每磅 8.23 美元，7–9 月为 7.52 美元，而 26/3 期各季度在 6.75 到 7.87 美元之间。镍价继续下跌，这一项会转为负，同时压低线材的销售价格。

因此上半年经常利润上涨 59.9%，高估了基础增速，增速要扣掉镍的部分才能看清。同时，上调后的全年预测里嵌入了什么镍价和售价假设，没有披露；隐含的下半年经常利润 23.64 亿日元有多大部分靠库存评估而不是出货和结构，也不清楚。每一期利润桥披露的镍项符号，是判断这一点的主要信息。

06.5｜固定成本在抬高，产品结构必须跑得比它快

工资上调和新增折旧在全年利润桥里合计减少约 5.81 亿日元，上半年约 2.09 亿日元，而线材销量基数几乎持平。如果结构改善停顿，没有销量增长去吸收更高的成本，经常利润率可能很快回到 26/3 期约 7%的水平。

这是运营杠杆的反面：同一个固定成本基数，在结构改善时放大利润，在结构停下时压低利润。集团折旧金额在已读材料中没有单独列示。

06.6｜增长靠供应商垫款，现金改善要看能否持续

营运资金以在制品为主：上半年末存货 106.93 亿日元，其中在制品 49.84 亿日元、产成品 26.87 亿日元、原材料 30.22 亿日元，符合长拉丝和纤维加工链条。上半年应付账款从 64.64 亿日元升到 80.02 亿日元（增加 15.38 亿日元），应收账款只从 98.08 亿日元升到 99.14 亿日元；存货从 105.44 亿日元增加到 106.94 亿日元。

上半年经营现金流 38.90 亿日元，上年同期为 20.83 亿日元，增加 18.07 亿日元，与应付款增加的数量级相当。两者数量上接近，但不能据此断言因果；可以说的是，在线材销量持平时，业务扩张的相当一部分由供应商信用提供，而应付款不一定持续。产品结构驱动的模式增加的是每吨价值，不是吨数，所以现金转化会随着利润率改善同步变好。存货对镍价下跌的敏感度和账龄没有披露。

06.7｜投资正按计划转成设备，首个检验在下半年

2027 年 3 月期上半年有形固定资产从 175.19 亿日元增加到 186.83 亿日元（增加 11.64 亿日元），建筑物（净值）从 56.86 亿日元升到 77.10 亿日元，在建工程从 28.16 亿日元降到 21.47 亿日元，同期投资现金流为负 23.80 亿日元。东大阪酸洗涂层设备（计划 19.18 亿日元，增产，2026 年 9 月完工）和枚方线材设备（计划 24.40 亿日元，2026 年 8 月完工，建筑扩建、不增加产能）已转入使用。

研发费用 6.27 亿日元，约占销售额 1.3%。

资本开支没有显示资产饥饿，也没有投机性扩张。折旧上升抬高了产品结构需要跑赢的门槛，下半年业绩是新设备能否覆盖折旧的首次检验。NASclean 产能能撑多久的月销售额（修订计划约 6.47 亿日元）、下一步需要什么追加投资，以及东大阪项目的利用率、利润率和回收期，都未披露。

06.8｜资产负债表是最扎实的一环，下行情景中本金损失的可能性很低

2026 年 9 月末自有资本比率 73.2%（26/3 期末 75.4%），现金及存款 173.28 亿日元。有息借款约 5 亿日元，其中短期 0.86 亿日元、一年内到期的长期 1.62 亿日元、长期 2.57 亿日元。净资产 438.71 亿日元，留存收益 306.23 亿日元，资本金 50 亿日元，退休金负债 41.01 亿日元。26/3 期利息覆盖倍数 1,015.4 倍。

再融资和契约风险基本不存在，这也意味着利润下滑只会压低回报率，不会威胁偿付。五年记录显示自有资本比率从 68.24%升到 75.36%，每股净资产从 1,140.12 日元升到 1,392.50 日元，合并员工从 882 人降到 815 人。持有证券的明细没有单独核对，对这一结论的影响有限。同时，厚实的资产负债表也意味着资金闲置、回报率被稀释；半导体需求和镍价同时大幅下滑没有历史先例。

07｜股东、董事与治理

07.1｜一个母公司同时握着供应、人事和股权

大同特殊钢持股 50.37%，是供应方，也是现任社长的来源。同一个关系同时进入供应、治理和估值三个层面：母公司带来原材料保障和战略耐心，也使回购、收购少数股权、计划范围等选择由其决定。

对少数股东的保护在制度上存在：董事会七名董事中四名是独立董事（2025 年 3 月期起占多数），另有四名监事，其中两名为外部监事；还有一个由全体独立董事和独立监事组成的特别委员会，审议与控股股东利益可能冲突的交易。

这是缓解，不是消除。上市的母子关系意味着自由流通股所定价的，是一家控制权、供应链和继任都由名古屋决定的公司。这是股价长期靠近或低于账面价值的原因之一；同时留有一个由母公司决定的结构性变动期权，一旦出现，股价会非连续地重估。集团内部转让定价条款、大同工业渠道销量未披露，董事会实效评估和公司治理报告也没有单独阅读。

07.2｜控股方不交易，价格发现全落在少数股东的流通股里

2026 年 3 月末股东名册中，大同特殊钢持股 50.37%（1,558.6 万股，不含库存股）。日本马斯特信托银行（信托账户）6.06%，日本托管银行（信托账户）1.93%，前尾佳延 1.89%，特殊发条工业 1.07%。

野村证券 0.98%，ASADA 0.96%，日本精線协荣会 0.90%，员工持股会 0.87%，神钢不锈钢 0.65%。前十名合计 65.73%。

按类别，其他法人 55.68%，个人及其他 29.73%，金融机构 8.24%，外国投资者约 3%到 3.5%（两个来源口径略有差异）。股东约 22,419 人。

控股方的股份不交易，价格发现完全发生在少数股东的流通股里。信托账户是有效的机构流通盘，加上约三成的个人持股，决定价格发现的方式；每年两次分红服务的也正是这个广泛的个人股东基础。信托账户背后的实际持有人不公开。

07.3｜交易所对母子上市的关注是一个缓慢的外部压力

东京证券交易所和投资者对母子公司同时上市的审视，是对这个股东结构的缓慢外部压力。公司的回应是多数独立董事加特别委员会；压力升级会同时抬高市场对治理溢价的要求和结构性变动的概率。这是一个长期因素，不是当前的利润来源。针对本上市公司的交易所层面措施不在已读材料之内。

另一条政策渠道是环境：2030 年二氧化碳排放比 2013 年减少 30%，2050 年碳中和；CDP 气候变化评分连续四年为 B，水安全评分连续两年为 B。这是有文件和外部评分的合规安排，但没有披露碳成本的量化。

08｜资本政策

08.1｜中期计划的成绩单：销售额达标，利润目标差一截

NSG26（2025 年 3 月期至 2027 年 3 月期）的最终年度目标是销售额 500 亿日元、经常利润 52 亿日元（利润率 10.4%）、ROE 8%以上、派息率约 50%，并以市净率 1.0 倍以上为目标。按上调后的预测，销售额 515 亿日元超过目标，经常利润 43.5 亿日元只达到目标的 84%，ROE 折算约 7%（这是对上调后净利润预测和已披露净资产的推算，不是公司披露）。

公司在一季度简报里就把年初预测（销售额 497 亿日元、经常利润 39 亿日元、利润率 7.85%）与计划参考值（500 亿日元、52 亿日元、10.40%）并列，利润这一项在最后一年会落空。新中期计划（2028 年 3 月期起）是否仍保留 ROE 8%和市净率 1.0 倍的承诺，要到 2027 年 3 月期年度业绩前后才能知道；如果放弃，是本报告设定的推翻条件之一。

08.2｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距

26/3 期 ROE 5.1%，是净利润 21.47 亿日元除以平均约 423 亿日元的净资产；而 25/3 期净利润 32.50 亿日元，同一资产基础的 ROE 是 8.1%（五年记录：9.41%、8.57%、6.83%、8.12%、5.11%）。所以 8%是这家公司已经达到过的水平，不是没有先例的愿望。

自有资本比率 73%到 75%、借款几乎为零，ROE 随利润一对一变动。27/3 期净利润预测 31 亿日元，ROE 约 7%；要到 8%，需要经常利润接近 52 亿日元，而不是金融工程。

公司选择不用杠杆来补这个差距，也没有回购：资本政策只剩分红这一个会变动的部分，把资本效率问题集中到利润和派息率上。未用的杠杆和回购，把盈利缺口原样转成 ROE 缺口。管理层自己的资本成本估计没有披露，投入资本回报率（ROIC）也未单独计算。

08.3｜分红保护的是比例，不是金额

公司的分红政策以合并派息率约 50%为参考，原则上每年两次。25/3 期分红总额 17.32 亿日元（每股 56 日元，派息率 52.8%，净资产分红率 4.3%）；26/3 期低谷年降到 12.99 亿日元（每股 42 日元，其中中期 16 日元、期末 26 日元，净资产分红率 3.1%），派息率升到 60.0%，因为利润比分红降得更快。

27/3 期预测每股 52 日元：中期分红从 18 日元上调到 24 日元（2026 年 12 月 3 日起支付，中期派息率 52.2%），期末预测 28 日元，全年隐含派息率约 51.5%，对应预测股息率 4.2%。回报是跟随盈利、由政策约束的，利润回升后自动提高，下滑时同样自动减少。新中期计划的派息框架未知。

08.4｜没有回购也没有稀释，每股价值只靠利润和分红

26/3 期没有董事会决议的回购，资本金保持 50 亿日元，没有稀释性工具或股票期权；股份数只因 2022 年 4 月注销 239,255 股库存股和 2024 年 4 月 1 拆 5（6,253,038 股到 31,265,190 股）而变动。库存股 544,596 股，其中包括 BBT 信托持有的 228,500 股。

持股人没有被稀释，也没有被不必要的风险拖累，但得不到资本运作带来的额外回报。在自有资本比率 73.2%、现金 173.28 亿日元的情况下，为什么资本政策停在约 50%的派息率、是否在考虑回购或更高派息、管理层认为合适的自有资本比率是多少，都没有披露，可能随新中期计划出现。这是目前唯一能在利润之前抬高 ROE 的金融杠杆，也属于母公司框架下的决定。

09｜估值与安全边际

09.1｜价格接近账面，折价反映市场对兑现的打折

2026 年 11 月 6 日收盘 1,247 日元，当日下跌 61 日元（4.66%），总市值 38,988 百万日元，即 389.88 亿日元（与发行股数 31,265,190 股乘以收盘价一致）。按上调后每股收益预测 100.91 日元，预测市盈率 12.4 倍；按 26/3 期每股净资产 1,392.50 日元，市净率 0.90 倍；按年度分红 52 日元，预测股息率 4.2%。

26/3 期末的市值自有资本比率 68.0%对账面比率 75.4%，同样意味着市值约为账面的 0.9 倍，所以股票是带着低于账面的价格进入回升年度的。三个数的分母不同（预测每股收益对应的是 27/3 期，账面净资产是 26/3 期末），也没有分析师一致预期可以对照。

折价背后是市场对 ROE 能否升到 8%的概率权重：最终年度利润目标预计只完成 84%，收益集中在单一产品系列，再加上母公司控股。对一家现金充裕、几乎无借款的公司，这个价格不贵，也给下行留了一定资产垫。

09.2｜市场的期望已经写在下半年的数字里

2026 年 10 月 28 日上调预测后，下半年隐含销售额 263.55 亿日元，营业利润 23.47 亿日元，经常利润 23.64 亿日元（同比上涨 18.3%），净利润 16.87 亿日元；上半年经常利润增速是 59.9%。也就是说，计划要求下半年盈利超过上半年，但增速明显放缓，门槛不高，却不能落空。

上调后股价下跌，说明市场没有认为这次上调足以改变判断。隐含下半年的风险集中在 NASclean 订单的连续性和镍价方向。上调后的利润预测里还包含镍库存收益，市场的预期里已经计入了多少，无法判断。

09.3｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

下行保护的机制是具体的：无负债的资产负债表、4.2%的预测股息率、低于账面的价格。最差的现实情景是利润回落、ROE 停在中个位数，股价长期贴着账面价值，但不会走到本金永久受损。

上行则被利润兑现卡住：8%的 ROE 需要经常利润接近 52 亿日元，而 27/3 期预测只有 43.5 亿日元；太阳能线材不应按恢复估值；母公司框架使折价成为合理定价的一部分，同时留有结构性重估的期权。在下一次业绩验证之前，不宜把它当成明显错杀；若 NASclean 月销售额大幅回落，12.4 倍的市盈率只是周期高点上的错觉。

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｜二十年低位之后，三年台阶式抬升

这一章要回答的问题是：两个十年的低位之后，股价从 2025 年平台涨到 2026 年 6 月的 1,605 日元，又回落了约两成，这次回落是新高位区域的保留检验，还是回到旧低位的失败冲高的开头。

价格史先给出背景。月线数据覆盖 2001 年 1 月至 2026 年 10 月共 310 根（按 2024 年 4 月 1 拆 5 后复权），窗口最高是 2026 年 6 月的 1,605 日元，最低是 2002 年 12 月的 130 日元。

310 个月线收盘里，56 个低于 300 日元，124 个在 300 到 600 日元之间，67 个在 600 到 900 日元之间，41 个在 900 到 1,200 日元之间，只有 22 个在 1,200 日元以上。约 58%的时间在 600 日元下面，1,200 日元以上的区域全部是 2024 年之后才出现的，是一块很年轻、很薄的区域。

年度低点是这条路径最清楚的特征：2021 年 679 日元、2022 年 800 日元、2023 年 830 日元、2024 年 942 日元、2025 年 1,001 日元、2026 年 1,164 日元，逐年抬高，没有一年创出更低的低点。年度高点从 2021 至 2023 年的 1,008 到 1,094 日元，升到 2024 年 1,412 日元、2025 年 1,403 日元和 2026 年 1,605 日元；年度收盘依次为 994、840、969、1,340、1,195 和 1,269 日元。

价格重心的变化因此是：长期在低位平台，2024 年起一步步离开，每一年低点都比上一年高。这是离开旧区域的第一步，还需要回抽检验才能说新区域已经立住。

10.2｜回调至今守在新区域内，关键位置是 1,164 日元和 12 个月均线

最近一轮上涨从 2025 年 9 月收盘 1,100 日元开始，2025 年 12 月收于 1,195 日元，2026 年 2 月 1,370 日元，5 月 1,431 日元，6 月最高 1,605 日元，涨幅 45%左右。之后的收盘是 7 月 1,340 日元、8 月 1,430 日元、9 月 1,395 日元、10 月 1,269 日元。回落不是一路向下：8 月曾收回 1,430 日元，随后两个月没有守住；从高点到 10 月收盘回落 21%左右，11 月 6 日日线收盘 1,247 日元，比 6 月高点低 22.3%。

用价格幅度看，从 1,100 日元到 1,605 日元共 505 日元，按 10 月收盘已回吐 336 日元左右，按 11 月 6 日的 1,247 日元回吐约 358 日元，仍在 2025 年 9 月收盘价上方约 147 日元。这说明涨幅保住的部分已经不厚，“守住新区域”要靠下面的位置来验证。

10 月末月线数据下，12 个月均线 1,323.92 日元，24 个月均线 1,253.46 日元，60 个月均线 1,102.83 日元：价格在 12 个月均线下方，但在 24 个月和 60 个月均线上方；11 月 6 日的 1,247 日元略低于 10 月末算得的 24 个月均线，均线随月份推进会变化。价格的重心正处在 24 个月均线和 12 个月均线之间，就在这个位置上被争夺。

上方压力位是 1,605 日元高点和 5 月收盘附近的 1,431 日元；下方支撑位依次是 2026 年低点 1,164 日元、60 个月均线约 1,103 日元，以及 2025 年平台 1,001 到 1,195 日元；再往下是 2021 至 2023 年年度高点所在的 1,008 至 1,094 日元，以及 600 日元以下的深层底部。

10.3｜没有出现压缩，回抽检验尚未走完，失败的冲高还没有发生

这一轮没有压缩可言：2026 年的上涨阶段月线高点持续抬高，3 至 6 月收盘在 1,257 到 1,431 日元之间，回调以来是逐步重新定价，不是波动收窄，因此不作压缩判断。

回抽检验的拓扑是：六个逐年抬高的年度低点构成一条上升结构，只要 1,164 日元的 2026 年低点不失守，这条结构就保持完整；当前回落是它内部的第一次深度回踩。收复一半跌幅的恢复过程尚未开始，8 月的反弹也没有守住，所以恢复速度现在无从计量。

关于失败的冲高：这个结论需要月线收盘跌破 1,164 日元，再失去 2025 年平台，目前两者都没有发生。周线、日线层面的结构和动量类、时间窗类指标没有计算，也不作判断。

10.4｜价格比业绩上调更早见顶，两条线共同等待 NASclean 的兑现

价格结构和基本面要在价格形态确立之后再对照。2024 至 2025 年的重估，伴随着 1 拆 5、第一轮 NASclean 带动的超预期业绩和高功能产品占比的上升，价格上涨集中在这些事件附近，快速且成簇；2026 年 6 月见顶，早于 10 月 28 日的上调预测，价格在上行阶段领先于报告数字。此后在预测和分红上调的同时，价格回调了约两成，10 月上调之后 11 月 6 日还下跌 4.66%。

这对当前价格状态的含义是：市场定价的是引擎的持久性，不是它当下的速度，也在折现最终年度利润落后于计划这一事实。下跌比上涨慢、更稳，符合收益率和账面价值需求在支撑价格，而不是被动抛售。

两条线的检验其实是同一个：价格的保留，和订单的保留，都取决于 NASclean 的交付。三季度和年度业绩，是基本面和价格的共同裁判。基本面改善并不确认技术状态，价格状态也不改变基本面的推翻条件。

10.5｜当前状态：新区域内的回调，检验尚未结束

纯价格状态可以概括为：冲高之后在新区域内回调，价格在 12 个月均线之下、24 个月均线附近、60 个月均线之上，也高于 2026 年以前形成的所有平台。内部的矛盾是：价格结构说这块新区域值得守（六个逐年抬高的年度低点、守住的 2025 年平台），而业绩预测的算术说计划的利润目标在最后一年仍然落空；两者在不同的时间尺度上都成立，结构是对产品结构路径的押注，预测是对今年水平的判断。

确认条件：月线收盘重新站上 12 个月均线（1,323.92 日元），随后越过 5 月收盘附近的 1,431 日元，说明回调在新区域内结束；27/3 财年的年度低点高于 1,164 日元，使逐年抬高的低点延伸到第七年；即使 NASclean 只是守住月销售额，三季度业绩公布后价格仍保持韧性。

推翻条件：月线收盘跌破 1,164 日元，上升结构被破坏，2025 年平台成为下一个检验；跌破约 1,103 日元的 60 个月均线并进入 2025 年平台下半部（逼近 1,001 日元），新区域大部分被放弃；月线收盘回到 1,000 日元下方，同时 NASclean 月销售额减半，2024 至 2026 年的上涨应改判为未能保留的短暂冲高。

技术把握一般：新区域形成时间短，缺乏充分的回抽检验。

11｜风险与催化剂

11.1｜最大风险是 NASclean 的订单连续性

回升的单点故障是 NASclean。修订计划假设其月销售额继续上升到约 6.47 亿日元；半导体设备投资若暂停，这台产生了上半年约七成利润增量的产品结构引擎会失去动力。

金属纤维的另一半已经显示脆弱：NASLON 过滤器和工业材料一季度月销售额降到 2.16 亿日元（上年同期 3.08 亿日元），整个事业部的增长目前是单一产品的现象，同时暴露在一个资本开支周期和未披露

的客户群上。如果月销售额从约 6.21 亿日元减半，回升就变成周期红利。目前还没有 NASclean 经历半导体下行期的观察。

11.2｜下半年的门槛明确，镍价和订单决定能否越过

上调后的预测要求下半年经常利润 23.64 亿日元，同比上涨 18.3%，上半年是 59.9%。风险集中在 NASclean 订单连续性和镍价方向：镍价继续走低，库存评估收益会转负，同时压低线材售价。预测里嵌入的镍价和售价假设未披露，这是判断下半年成色的主要缺口。

11.3｜催化剂以兑现为主，不以资本运作为主

有日期的催化剂：27/3 期三季度业绩（预计 2027 年 1 月下旬，日期尚未公布）显示 NASclean 的月销售额和下半年路径是否成立；年度业绩打印 NSG26 的最终成绩单和新中期计划的目标；东大阪和枚方新设备的首次运营数据。无日期的是资本政策变化，例如首次回购，或母公司框架下的事件。对这只股票，兑现类催化剂的重要性高于金融工程类。

什么会推翻这个判断：NASclean 月销售额腰斩；经常利润率连续两个半年低于约 7%；新中期计划放弃 ROE 承诺。其中前两条和第三条均可在上述两次披露中直接观察。

12｜反常识发现

12.1｜一个驱动同时解释利润率、现金转化和收入质量，也集中了风险

这家公司最有信息量的一点是，几个看起来分属不同领域的变化，其实来自同一条链。AI 和数据中心投资带动半导体设备订单，设备里的过滤器用量上升。NASclean 月销售额从 3.66 亿日元升到 6.21 亿日元，产品结构贡献约 5.26 亿日元利润，高功能占比升到 67.3%。同样的结构改善让每吨线材之外的单位利润和现金转化同时变好，并带来技术优势的第一次可量化的效果。

正因为是同一个驱动，利润率、现金、收入质量和技术优势不能分开估值；同一个驱动也把盈利集中到了一个客户的资本开支周期上。固定成本上升从另一端牵制这条链：结构改善必须跑赢。结构性的好，要由过滤器周期的长度来决定能复利多久，这个长度目前没有可观察的证据。

12.2｜图表上的保留和订单上的保留，是同一场检验

价格正守着一块年轻而薄的高位区域，恰好是在盈利引擎必须证明自己能守住月销售额的时候。推翻基本面判断的条件（NASclean 月销售额、利润率、新中期计划）和推翻价格结构的条件，指向同一个事实。这两条线互相不确认，但共用一个裁判：三季度和年度业绩。

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜新中期计划会不会保留 ROE 8% 和市净率 1.0 倍的承诺？

为什么重要：这是 ROE 缺口能否按公司自己的口径关闭的直接证据，放弃承诺是本报告的推翻条件之一。

新中期计划（2028 年 3 月期起）将设定什么经常利润和 ROE 目标，是否保留 NSG26 的 ROE 8%以上和市净率 1.0 倍以上？同时，在自有资本比率 73.2%、借款极少、没有回购记录的情况下，资本政策为何停在约 50%的派息率，是否考虑回购或更高派息，管理层认为合适的自有资本比率是多少？两者都没有现成的公开途径，预计随 2027 年 3 月期年度业绩和新计划披露。

13.2｜NASclean 的订单、产能和客户集中度到底是什么？

为什么重要：它决定正常化利润水平，是本判断最大的未知。

NASclean 月销售额 6.21 亿日元背后有多少订单积压、产能和客户集中度，多少来自 AI 和数据中心相关设备而非更广的半导体周期？金属纤维要带动集团经常利润走到 52 亿日元，NASclean 月销售额和利润率需要到什么水平，公司在设备市场的份额是多少？

产能能支撑约 6.47 亿日元的月销售额多久，东大阪和枚方之外下一步需要什么投资，东大阪酸洗涂层线首批季度的利用率、利润率和回收期如何，是否有第二期？客户名称、订单和份额未披露，可通过简报评论或新计划的假设观察。

13.3｜太阳能线材还剩多少，大连清算后留下什么？

为什么重要：它决定干净的经常性利润基数有多大。

太阳能超细线还剩多少收入，什么时候不再拖累线材利润，是否完全退出丝网印刷应用？大连清算完成后，中国和韩国（常熟、Korea Naslon）还剩什么业务规模，退出的最终成本和收回金额是多少？产品评论和清算完成公告是主要的解决途径。

13.4｜下半年 23.64 亿日元里，有多少靠镍库存评估？

为什么重要：它区分结构驱动的兑现和价格波动带来的会计效应。

上调后的 27/3 期预测嵌入了什么售价和原材料（包括 LME 镍价）假设，下半年隐含经常利润 23.64 亿日元里多大比例依赖库存评估，而不是出货和结构？每期利润桥里镍项的符号是判断的主要信息。

13.5｜哪些信息要靠后续披露，哪些只是期权？

为什么重要：这些缺口限制了对过滤器业务利润和护城河耐久性的把握；缺乏披露不等于业务弱。

尚未披露的包括：各产品毛利（线材与纤维的利润分拆）、与大同特殊钢的集团内采购和转让定价条款、各客户的认证周期和唯一供应商身份、过滤器的经核实市场份额和对手位置，以及分析师一致预期。氢能材料和氢回收技术在计划中是成长方向，但没有披露的收入项目；它们的量化进展和进入盈利披露的时间也未知，目前只作期权。目前没有合理的公开途径，需等到业绩简报或新中期计划。

价格方面的下一步证据见技术结构一章：月线收盘是否站回 12 个月均线，年度低点能否保持在 1,164 日元以上。整体上，未知问题主要由三季度业绩、年度业绩和新中期计划来解决。

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜总分 63.51，评级 B：资产负债表最强，盈利兑现和资本回报仍待验证

Kabugami 评分（V3.2）63.51，评级 B。八个模块的加权贡献相加正好是这一分数。财务韧性与下行防御 11.44（满分 13），竞争优势与结构耐久性 8.4（满分 14），盈利质量、现金转化与资本效率 10.54（满分 17）。商业结构、产品、客户与关键依赖 6.38（满分 11），估值与安全边际 9.9（满分 15）。资本配置与股东回报 5.2（满分 10），治理、所有权与管理层 3.85（满分 7），技术结构 7.8（满分 13）。

行动建议：观察并持有为主，不追高。价格收回 12 个月均线并稳住 1,164 日元，可逐步提高关注度；月线收盘跌破 1,164 日元、NASclean 月销售额大幅回落或新中期计划放弃 ROE 目标，则下调判断。

14.2｜每个模块为什么给这个分

财务韧性（11.44 分，判断 88）：自有资本比率 73.2%，现金及存款 173.28 亿日元，有息借款 5 亿日元左右，利息覆盖倍数超过 1000 倍，低谷年经营现金流仍有 36.17 亿日元，永久性本金损失的可能性很低。

竞争优势（8.4 分，判断 60）：高功能和自有产品占 67.3%，产品嵌入客户工艺，但优势只能用公司自己的口径验证，没有独立的份额、认证周期或唯一供应商证据，太阳能线材的流失显示客户关系并非不可逆。

盈利质量与资本效率（10.54 分，判断 62）：上半年经常利润增加 7.44 亿日元中 5.26 亿日元左右来自产品结构，销量只贡献 1.51 亿日元左右；但 26/3 期 ROE 只有 5.1%，上调后的预测折算约 7%，低于 8%，下半年需要经常利润 23.64 亿日元。

商业结构（6.38 分，判断 58）：日本占销售约 89%，增长几乎全部来自 NASclean，原材料主要来自大同特殊钢；线材基础业务只是缓慢复苏。

估值（9.9 分，判断 66）：1,247 日元，预测市盈率 12.4 倍，市净率 0.90 倍，预测股息率 4.2%；上调之后股价下跌，没有分析师一致预期可对照。

资本配置（5.2 分，判断 52）：无稀释，派息率约 50%，每股分红上调到 52 日元，但在现金充裕的情况下没有回购，分红在低谷年随利润削减。

治理（3.85 分，判断 55）：大同特殊钢控股 50.37%且是供应方，多数独立董事和特别委员会提供正式保护，但母公司利益优先的结构性问题没有消除。

技术结构（7.8 分，判断 60）：年度低点逐年抬高，旧的长期低位区控制力已明显减弱，但新区域年轻，尚未经过充分的回抽检验；把握一般。

14.3｜哪些未知限制了分数的高度

NASclean 的订单积压、产能、客户集中度和周期长度未披露，限制了盈利质量、商业结构和护城河三项能给到的高度；新中期计划是否保留 ROE 8%和市净率 1.0 倍的承诺、是否考虑回购，限制了资本配置和估值；产品毛利和镍价假设不明，限制了对正常化利润的把握。这些问题目前没有合理的公开途径，要等 27/3 期三季度和年度业绩；它们不是负面事实，财务韧性一项不依赖这些未知，所以可以评到较高水平。技术一项的上限来自新区域尚未经过充分回抽检验。

14.4｜V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由

财务韧性与下行防御	13	11.44	资产负债表是这家公司最扎实的一环。2026年9月末自有资本比率73.2%，现金及存款173.28亿日元，有息借款约5亿日元，2026年3月期利息覆盖倍数超过1000倍，净资产438.71亿日元。即使2026年3月期利润下滑三分之一，经营现金流仍有36.17亿日元，公司没有出现过需要靠融资度日的局面。
竞争优势与结构耐久性	14	8.4	公司是1951年成立的不锈钢线材和金属纤维专业厂商，高功能和自有产品占销售额的67.3%（上一年度66.1%），超细线、定制弹簧材和NASclean气体过滤器都嵌入客户工艺。但这一优势目前只有公司自己的产品口径可以验证，没有独立的市场份额、认证周期或唯一供应商身份的外部证据。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	10.54	利润恢复很强，但组成不够均衡，资本回报也还没回到目标水平。2027年3月期上半年销售额251.45亿日元（+11.9%），营业利润18.53亿日元（+55.1%）；经常利润增加7.44亿日元中，约5.26亿日元来自产品结构变化，销量只贡献约1.51亿日元，线材月销量仅增长1.1%。下半年要拿出经常利润约23.64亿日元才能兑现上调后的指引，而2026年3月期净资产收益率只有5.1%，上调后的预测折算约7%，仍低于8%的目标。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.38	商业结构存在集中和依赖：约89%的销售来自日本，增长几乎全部来自NASclean，上半年金属纤维销售额54.8

			亿日元（+45.4%），占销售额 21.8%；原材料主要由控股股东 Daido Special Steel 供应。线材基础业务在行业低谷之后只是缓慢复苏，月销量约 2931 吨，太阳能超细线则属于结构性萎缩。
估值与安全边际	15	9.9	2026 年 11 月 6 日收盘价 1247 日元，市值约 389.88 亿日元，按上调后每股收益 100.91 日元计算预测市盈率约 12.4 倍，市净率约 0.90 倍（对应 2026 年 3 月期每股净资产 1392.5 日元），预测股息率约 4.2%。对一家现金充裕、几乎无借款的公司来说，这个价格并不昂贵，也给下行提供了一定的资产垫。
资本配置与股东回报	10	5.2	资本政策稳健但保守。没有任何稀释工具，股本保持 50 亿日元不变，分红按约 50%的派息率走，2027 年 3 月期预测每股股息从 46 日元上调到 52 日元；但在自有资本比率 73.2%、现金 173.28 亿日元的情况下，近期没有回购记录。
治理、所有权与管理层	7	3.85	Daido Special Steel 自 2003 年起控股，持有 50.37%的股份（表决权 50.63%），同时是主要原材料供应方，现任社长也出身 Daido。董事会七名董事中四名为独立董事，另设由独立外部人士组成的特别委员会审议与控股股东的利益冲突交易，为少数股东提供了正式的保护通道。
Kabugami 技术结构	13	7.8	价格走势处于一次回调检验之中：2001 年以来 310 个月线收盘中约 58%低于 600 日元，2024 年起年度低点逐年抬高（679、800、830、9

			42、1001、1164 日元），2026 年 6 月冲高到 1605 日元后回落约 21%，目前 1247 日元，在 12 个月均线（约 1324 日元）之下，持稳在 24 个月均线（约 1253 日元）附近，仍在 2025 年平台和 2026 年低点 1164 日元之上。旧的长期低位区控制力已明显减弱，但新的较高区域还很年轻，1200 日元以上的收盘全部出现在 2024 年之后，尚未经过充分的回抽和保留检验。

总分： 63.51 / 100

评级： B

操作建议： 观察并持有为主，不追高。基本面有现金充裕的资产负债表、约 4.2%的预测股息率和低于账面价值的价格作支撑，但上行空间要靠产品结构改善继续兑现，尤其是 NASclean 的月销售额能否保持在约 6 亿日元以上，以及 2027 年 3 月期下半年能否达到经常利润约 23.64 亿日元。价格若收回 12 个月均线并稳住 2026 年低点 1164 日元，可以逐步提高关注度；若月线收盘跌破 1164 日元，或 NASclean 月销售额大幅回落、新中期计划放弃净资产收益率目标，则应下调判断。

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。

15.1｜来源与日期：主要依据公司披露，价格数据截至 2026 年 11 月 6 日

本报告的评审日期为 2026 年 11 月 9 日。公司基本面主要依据：第 96 期有价证券报告书（2026 年 6 月 22 日提交）；2026 年 3 月期全年业绩（2026 年 4 月 30 日披露）和三季度业绩（2026 年 1 月 28 日）；2027 年 3 月期一季度业绩（2026 年 7 月 24 日）及简报（同期）；2027 年 3 月期中期业绩和修订预测、分红修订（2026 年 10 月 28 日）及二季度简报（同日）；公司英文网站公司概况（2026 年 11 月 9 日查阅）。

英文名称依据证券报告书封面，写作 Nippon Seisen Co.,Ltd.，TDnet 英文摘要和通行写法为 Nippon Seisen Co., Ltd.。

市场数据：2026 年 11 月 6 日收盘价 1,247 日元来自东证价格数据（时事通信 Equity、乐天证券行情页）；10 月 28 日业绩的市场报道和下半年隐含数字参考了 Kabutan，EDINET DB 用于股东人数和类别的交叉核对。

15.2｜技术数据与证据边界

价格结构基于 Yahoo Finance 日线数据的本地镜像，由 2001 年 1 月至 2026 年 10 月共 310 根月线（6,430 根日线，数据录入到 2026 年 10 月 27 日）按 2024 年 4 月 1 拆 5 复权后计算；均线和收盘分布均重新计算，最近日线收盘使用 2026 年 11 月 6 日的 1,247 日元。本报告没有嵌入价格图表。

一些数字是推算而不是公司披露：约 7%的 ROE、市盈率、市净率和股息率，分母口径不同（27/3 期预测每股收益对应 26/3 期末每股净资产）；下半年隐含数字是修订预测减去上半年实际。公司没有披露的内容（各产品利润、NASclean 订单和客户、集团内部转让定价、分析师一致预期、镍价和售价假设、氢能进展、大连清算成本）一律按未知处理，不作负面推断。三季度业绩日期是惯例时段，不是公司公告。

15.3｜研究用途与免责

本报告基于公开资料，用于研究目的，不构成对任何证券的买卖建议或投资建议，也不保证未来结果。文中的判断、评分和评级反映截至评审日期可得的公开信息，信息变化后判断可能随之改变。投资者应结合自身情况，并以公司原始披露为准。

主要资料来源

- Securities report, 96th term - cover and company identity (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)
- Company profile (English site) (https://www.n-seisen.co.jp/en/company/)
- EDINET DB - shareholder register extract (https://edinetdb.jp/company/E01280/shareholders)
- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)
- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)
- FY3/27 second-quarter briefing materials - industry shipments (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)
- FY3/26 third-quarter earnings release (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260120536127.pdf)
- H1 FY3/27 results - beat, upward revision and dividend increase (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)
- FY3/27 first-quarter briefing materials - Q1 profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)
- Monthly price history - span and extremes (local assembly from mirror data) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)

研究发现索引｜阅读版

本页只列正文 00/01 已提升为核心判断入口的 8 项发现。本次研究共 71 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。 在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文
F001 · 在线	Nippon Seisen Co., Ltd. (日本精線, TSE Prime 5659; official English name per the securities-report cover 'Nippon Seisen Co.,Ltd.') is an Osaka-based stainless wire and NASLON metal-fibre maker founded in 1951 (capital JPY 5,000m, 31,265,190 shares issued, 815 consolidated employees). Daido Special Steel has controlled it since 2003 (50.37% of shares excluding treasury, 50.63% of voting rights), is the principal raw-material supplier, and the president (Kazuhiro Toshimitsu, since June 2023) is a Daido alumnus. Shareholders therefore own a controlled specialist inside the Daido Steel group, not an independent merchant wire producer.
F002 · 在线	07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权
F003 · 在线	07｜控股方不交易，价格发现全落在少数股东的流通股里
F004 · 在线	04｜竞争框架：传统对手没有主导近两年，工艺替代才是实际事件
F005 · 在线	03｜线材基本盘在缓慢复苏，只能托住利润下限
F006 · 在线	04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来
F007 · 在线	03｜生产集中在日本，海外只是卫星
F008 · 在线	06｜26/3 期是一次真实但集中的利润低谷

附录 A｜完整研究发现索引

纸面版按“对应中文正文 → 对普通股东的含义 → 证据来源”阅读；重复的证据角色与研究域已经合并。内部英文/机器标记只作为核对记录保留，不再占据读者主视线。 在线查看逐条可折叠版本 →

F001｜Nippon Seisen Co., Ltd. (日本精線, TSE Prime 5659; official English name per the securities-report cover 'Nippon Seisen Co.,Ltd.') is an Osaka-based stainless wire and NASLON metal-fibre maker founded in 1951 (capital JPY 5,000m, 31,265,190 shares issued, 815 consolidated employees). Daido Special Steel has controlled it since 2003 (50.37% of shares excluding treasury, 50.63% of voting rights), is the principal raw-material supplier, and the president (Kazuhiro Toshimitsu, since June 2023) is a Daido alumnus. Shareholders therefore own a controlled specialist inside the Daido Steel group, not an independent merchant wire producer.

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；02｜股东买到的是大同特殊钢集团内一家受控的专业厂商；07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权；15｜来源与日期：主要依据公司披露，价格数据截至 2026 年 11 月 6 日

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - cover and company identity (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- Securities report, 96th term - corporate history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、08、33；同业比较：03、04、07、33；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、06、07、33
- Securities report, 96th term - major shareholders and ownership mix (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：24；反向验证：01、23
- Securities report, 96th term - research and development and employees (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04
- Company profile (English site) (https://www.n-seisen.co.jp/en/company/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09；外部现实校验：01、09；专项深挖：01、09

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Nippon Seisen Co., Ltd. (日本精線, TSE Prime 5659; official English name per the securities-report cover 'Nippon Seisen Co.,Ltd.') is an Osaka-based stainless wire and NASLON metal-fibre maker founded in 1951 (capital JPY 5,000m, 31,265,190 shares issued, 815 consolidated employees). Daido Special Steel has controlled it since 2003 (50.37% of shares excluding treasury, 50.63% of voting rights), is the principal

raw-material supplier, and the president (Kazuhiro Toshimitsu, since June 2023) is a Daido alumnus. Shareholders therefore own a controlled specialist inside the Daido Steel group, not an independent merchant wire producer.
- 内部研究类型：business_identity_and_control
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Valuation, governance and supply analysis all start from parent control; strategic options (buyout, buyback, plan scope) are the parent's decisions.
- 不确定性（原始记录）：Intra-group transfer pricing and Daido Kogyo channel volumes are undisclosed.

在线打开本发现 →

F002｜07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权

写入正文：07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上；14｜每个模块为什么给这个分

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - governance under a controlling parent (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、23；外部现实校验：23；反向验证：13；专项深挖：13、23
- Securities report, 96th term - major shareholders and ownership mix (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：24；反向验证：01、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Parent control is double-edged in a priceable way: Daido secures supply, strategic patience and a president from its senior ranks, while a majority-independent board (4 of 7 directors) and a special committee of independent outsiders reviewing controlling-shareholder conflict transactions give minorities a formal protection channel. Succession, supply chain and control are all decided in Nagoya, and the free float prices that fact.
- 内部研究类型：governance_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Governance risk is mitigated, not removed; it is part of why the shares trade near or below book value.
- 不确定性（原始记录）：Board effectiveness evaluations and the governance report were not separately read.

在线打开本发现 →

F003｜07｜控股方不交易，价格发现全落在少数股东的流通股里

写入正文：07｜控股方不交易，价格发现全落在少数股东的流通股里

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - major shareholders and ownership mix (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：24；反向验证：01、23
- EDINET DB - shareholder register extract (https://edinetdb.jp/company/E01280/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；反向验证：24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The register is controlled and concentrated: Daido Special Steel 50.37%, top ten holders 65.73% of shares excluding treasury, trust accounts about 8% (Master Trust 6.06%, Custody Bank 1.93%), and individuals and others 29.73% of units across about 22,419 shareholders. A wide retail float trades under absolute parent control; the controlling block never trades, so price discovery occurs entirely in the minority float.
- 内部研究类型：ownership_structure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Register events (parent actions) are valuation events in themselves; the twice-yearly dividend serves the retail base.
- 不确定性（原始记录）：Beneficial owners behind trust accounts are not public.

在线打开本发现 →

F004｜04｜竞争框架：传统对手没有主导近两年，工艺替代才是实际事件

写入正文：04｜竞争框架：传统对手没有主导近两年，工艺替代才是实际事件

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - corporate history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、08、33；同业比较：03、04、07、33；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、06、07、33
- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、14；反向验证：28、33、35；同业比较：05、08、15；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The competitive frame in stainless wire includes integrated stainless producers such as Nippon Yakin Kogyo (historical 1953 capital participant in the company's predecessor). The demonstrated competitive event of the last two years, however, was substitution (screen-printing mesh moving away from stainless), not price competition; in gas filtration the relevant rivals are unnamed filter and membrane suppliers to semiconductor equipment makers.
- 内部研究类型：competitive_frame

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Margin ceilings are set more by customers' process choices than by rivals' pricing, so threats arrive as step changes.
- 不确定性（原始记录）：Named filter competitors and verified market shares are not documented in public company sources.

在线打开本发现 →

F005｜03｜线材基本盘在缓慢复苏，只能托住利润下限

写入正文：03｜线材基本盘在缓慢复苏，只能托住利润下限

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：直接证据
- FY3/27 second-quarter briefing materials - industry shipments (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、12
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - wire demand by application and region (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：05；专项深挖：05
- FY3/27 second-quarter briefing materials - industry shipments by application (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：09；专项深挖：08、11

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The stainless wire base sold into domestic industry (springs, bolts, mesh, medical, electronics) is past its FY2023 industry shipment trough but only recovering gradually: group wire volume was 2,931 t/month (+1.1%) in H1 FY3/27 and about 2,900 in Q1, with demand breadth (automotive and semiconductor-equipment bolts, medical ultra-fine springs, MLCC wire) inside a barely growing total. Revised plan assumes about 2,920 t/month, monthly wire sales about JPY 3,364m: a flat base under the mix story.
- 内部研究类型：base_business_floor
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Supports a slowly rising earnings floor but cannot by itself deliver the profit target.
- 不确定性（原始记录）：Price/mix split inside wire beyond bridge aggregates is undisclosed.

在线打开本发现 →

F006｜04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来

写入正文：04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08、14；反向验证：28、33、35；同业比较：05、08、15；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、06、07、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The solar ultra-fine wire decline is substitution, not cyclicality: Chinese inventory adjustment plus screen-printing mesh moving to non-stainless materials removed an application. This revenue should be treated as melting rather than deferred; normalised earnings that assume recovery overstate the wire base.
- 内部研究类型：structural_demand_loss
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：No recovery should be capitalised; this is the structural drag the mix story must outrun.
- 不确定性（原始记录）：Remaining solar-related revenue is undisclosed.

在线打开本发现 →

F007｜03｜生产集中在日本，海外只是卫星

写入正文：03｜生产集中在日本，海外只是卫星

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、06、07、33
- FY3/27 interim release - regional segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：15；专项深挖：15
- Securities report, 96th term - parent and consolidated subsidiaries (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：06、07；反向验证：14；专项深挖：01、06、07、24
- FY3/27 second-quarter briefing materials - wire demand by application and region (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：05；专项深挖：05

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Dalian stainless-wire subsidiary (74% owned) resolved to dissolve in November 2025 and is in liquidation; China/Korea segment sales were JPY 541m in H1 FY3/27 and China/Korea wire volume fell from 17 to 6 t/month. Thailand is a wire satellite (THAI SEISEN, JPY 2,016m H1 sales) and Changshu makes filters.
- 内部研究类型：footprint_contraction
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Management acted on the structural solar loss; the exit slightly distorts FY3/26 recurring base through a special loss.
- 不确定性（原始记录）：Final cost and proceeds of the exit, and the remaining China/Korea footprint, are undisclosed.

在线打开本发现 →

F008｜06｜26/3 期是一次真实但集中的利润低谷

写入正文：06｜26/3 期是一次真实但集中的利润低谷

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 full-year earnings release (Japanese GAAP, consolidated) (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；同业比较：29、32；其他用途：历史
- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08、14；反向验证：28、33、35；同业比较：05、08、15；其他用途：历史
- FY3/26 earnings release - cash flow and financial ratios (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、29；外部现实校验：17；同业比较：19；其他用途：历史
- FY3/26 third-quarter earnings release (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260120536127.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：33；专项深挖：33；同业比较：12、14、16；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/26 was a genuine, concentrated trough: net sales JPY 46,601m (-0.3%), operating profit JPY 3,077m (-32.8%), ordinary profit JPY 3,241m (-29.3%), net profit JPY 2,147m (-33.9%), ROE 5.1%, because solar ultra-fine wire kept shrinking while metal fibre stayed firm (nine-month results showed the downturn deepening before Q4 stabilisation). Even this worst recent year stayed profitable and cash-generative (operating cash flow JPY 3,617m).
- 内部研究类型：earnings_regime
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Anchors the downside analogue and the base from which the recovery is measured.
- 不确定性（原始记录）：A simultaneous semiconductor downturn and nickel collapse has no exact historical analogue.

在线打开本发现 →

F009｜06｜上半年利润恢复强劲，并在二季度继续加速

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；06｜上半年利润恢复强劲，并在二季度继续加速

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim (second-quarter) earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：直接 / 支持
- H1 FY3/27 results - beat, upward revision and dividend increase (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31
- Quarterly path arithmetic - Q1 and Q2 FY3/27 (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 second-quarter briefing materials - quarterly margin path (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；外部现实校验：16；反向验证：03、12；专项深挖：12、16
- FY3/27 interim release - the size of the first-half beat (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；专项深挖：30、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：H1 FY3/27 recovered strongly: net sales JPY 25,145m (+11.9%), operating profit JPY 1,853m (+55.1%), ordinary profit JPY 1,986m (+59.9%), net profit JPY 1,413m (+56.6%). The recovery steepened within the half: Q2 standalone operating profit was about JPY 1,049m at an 8.0% operating margin versus JPY 804m in Q1, quarterly ordinary margin rising from 7.25% to 8.49% yet still below the NSG26 reference 10.40%. H1 ordinary profit beat the company's own initial half forecast (JPY 1,550m) by about 28%.
- 内部研究类型：earnings_regime
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The upward revision was a delivery beat, not an accounting change, which makes the revised full year a delivery test.
- 不确定性（原始记录）：Comprehensive income (JPY 1,190m, +14.0%) lagged net profit growth, so equity accumulates more slowly than earnings.

在线打开本发现 →

F010｜02｜利润来源正在从商品线材转向自有过滤产品

写入正文：02｜利润来源正在从商品线材转向自有过滤产品；06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构；14｜每个模块为什么给这个分

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16
- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 first-quarter briefing materials - Q1 profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The recovery is mix-led, not volume-led: of the JPY 744m H1 ordinary-profit increase, about JPY 526m is content difference (product mix, led by NASclean), about JPY 151m volume, about JPY 81m cost reduction and price revision and about JPY 110m nickel inventory gains, against about JPY 209m higher fixed costs. With wire volume flat (+1.1%) while ordinary profit rose 59.9% on 11.9% sales growth, mix is the operating leverage; the income statement behaves like a specialty-materials business wearing a commodity wire shell. Earnings structure has improved in level and composition, as the profit pool migrates from commodity wire priced off a shrinking solar application toward proprietary filters whose demand is set by semiconductor capex.
- 内部研究类型：core_economic_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Roughly seven-tenths of the profit gain came from what is sold; durability depends on how long the mix engine runs.
- 不确定性（原始记录）：Product-level margins are undisclosed, so the filter line's exact margin cannot be separated from wire; the mix-attribution is the company's own bridge.

在线打开本发现 →

F011｜03｜NASclean 是成长引擎，金属纤维已成为第二主业

写入正文：03｜NASclean 是成长引擎，金属纤维已成为第二主业

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15

- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/26 release - product by region matrix (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02；反向验证：07；专项深挖：02
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：NASclean ultra-precision gas filters (built into semiconductor and flat-panel equipment) are the swing product: monthly sales rose from JPY 366m in H1 FY3/26 to JPY 621m in H1 FY3/27 (+69.5%; H1 sales JPY 3,726m versus JPY 5,012m for all FY3/26), annualising above JPY 7.4bn, and the revised plan raises the monthly assumption to about JPY 647m. Metal fibre sales rose 45.4% to JPY 5,480m (21.8% of H1 sales versus 19.1% in FY3/26) and supplied almost all of the half's growth; NASclean contributed about JPY 1,527m of the JPY 2,667m sales increase. Metal fibre has crossed from sideline to second business and carries the group's profit while wire restructures. It is made in Japan (no metal fibre from Thailand; Japan about 93% of H1 sales increase).
- 内部研究类型：swing_product_and_second_business
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：This single product family is now the profit cycle of the company.
- 不确定性（原始记录）：NASclean customer concentration, backlog, capacity ceiling and market share are undisclosed.

在线打开本发现 →

F012｜03｜NASclean 是成长引擎，金属纤维已成为第二主业

写入正文：03｜NASclean 是成长引擎，金属纤维已成为第二主业；05｜护城河有产品和工艺依据，但外部验证不足

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - what counts as high-function product (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10；外部现实校验：04、08、10；反向验证：08；专项深挖：03、04、08、10

- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：High-function and proprietary products (custom spring materials, ultra-fine wire below 100 micrometres, NASLON filters, NASclean membrane filters) averaged JPY 2,818m of sales per month in H1 FY3/27, 67.3% of sales versus 66.1% (JPY 2,565m) in FY3/26, while commodity products were almost flat at JPY 1,372m per month; the revised plan holds about 67.3%. The mix shift is measurable in the company's own product accounting.
- 内部研究类型：mix_metric
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：About two-thirds of sales carry niche economics; the remainder rides the stainless cycle.
- 不确定性（原始记录）：Revenue and profit by individual product are undisclosed.

在线打开本发现 →

F013｜03｜生产集中在日本，海外只是卫星

写入正文：03｜生产集中在日本，海外只是卫星

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 release - regional segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02；专项深挖：02
- FY3/27 interim release - regional segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：15；专项深挖：15
- FY3/26 release - product by region matrix (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02；反向验证：07；专项深挖：02
- Securities report, 96th term - production footprint (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：02、15、20、29；专项深挖：20、33
- FY3/27 second-quarter briefing materials - segment sales summary (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：05

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The business is geographically Japanese: Japan supplied about 89% of FY3/26 external sales and about 93% of the H1 FY3/27 sales increase, with Japan segment profit JPY 1,664m of JPY 1,853m operating profit; Thailand is a wire satellite and China/Korea is shrinking. The growth engine (metal fibre JPY 8,039m of FY3/26 sales from Japan, none from Thailand) is made in the Osaka plants.

- 内部研究类型：geographic_concentration
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Concentrated Osaka production exposes the growth engine to a single operating footprint, while overseas operations contribute little.
- 不确定性（原始记录）：Currency sensitivity is not quantified in admitted sources.

在线打开本发现 →

F014｜09｜市场的期望已经写在下半年的数字里

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；09｜市场的期望已经写在下半年的数字里；11｜下半年的门槛明确，镍价和订单决定能否越过

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - full-year forecast revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：31；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - dividend revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- H1 FY3/27 results - beat, upward revision and dividend increase (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：On 28 October 2026 the company raised FY3/27 guidance to sales JPY 51,500m, operating profit JPY 4,200m, ordinary profit JPY 4,350m, net profit JPY 3,100m (EPS JPY 100.91) and the annual dividend from JPY 46 to JPY 52. The revision requires the second half to out-earn the first: implied H2 sales JPY 26,355m, operating profit JPY 2,347m, ordinary profit JPY 2,364m (+18.3% year on year, versus +59.9% in H1) and net profit JPY 1,687m. Delivery risk concentrates in NASclean order continuity and nickel direction. The market's reaction was cool (shares -4.66% on 6 November).
- 内部研究类型：guidance_and_expectations
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The implied H2 number is explicit, making the risk/reward around the next prints well-defined.
- 不确定性（原始记录）：No analyst consensus was available; sell-side positioning is outside admitted sources.

在线打开本发现 →

F015｜08｜中期计划的成绩单：销售额达标，利润目标差一截

写入正文：08｜中期计划的成绩单：销售额达标，利润目标差一截

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：22、30
- FY3/27 first-quarter briefing materials - forecast versus NSG26 reference (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 interim release - full-year forecast revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Against NSG26 final-year targets (sales JPY 50,000m, ordinary profit JPY 5,200m at 10.4% margin, ROE at least 8%, payout about 50%, PBR at least 1.0) the revised forecast clears sales (JPY 51,500m), reaches only about 84% of the profit target (ordinary profit JPY 4,350m) and implies ROE of roughly 7%. The company's own Q1 briefing already placed its opening forecast against these references, so the profit leg of the plan will be missed in its final year on current numbers.
- 内部研究类型：plan_scorecard
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：The split scorecard frames both the discount to book and the question of what the successor plan will commit to.
- 不确定性（原始记录）：Roughly 7% ROE is an implication of the revised net-profit forecast over the reported equity base, not a company disclosure.

在线打开本发现 →

F016｜08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距

写入正文：08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上；14｜每个模块为什么给这个分

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 release - FY3/25 comparatives and shareholder return totals (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：22；专项深挖：22、27、28；同业比较：26、35；其他用途：历史
- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28

- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：22、30
- Securities report, 96th term - five-year consolidated indicators (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22；同业比较：01、02、06、09、11、13、17、18、20、22、23、24、25、27、28、34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The ROE gap to the 8% target is an earnings gap, not a capital-structure gap: with a 73-75% equity ratio and almost no debt, ROE moves one-for-one with profit. FY3/26 ROE of 5.1% reflects net profit JPY 2,147m on roughly JPY 42,300m average equity; FY3/25 earned net profit JPY 3,250m and ROE 8.1% on the same asset base (ROE 9.41% in FY3/22), so the 8% threshold is a demonstrated level. At revised net profit of JPY 3,100m ROE is roughly 7%; reaching 8% requires ordinary profit near JPY 5,200m rather than financial engineering.
- 内部研究类型：capital_efficiency_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Re-rating through book value is arithmetically tied to profit delivery alone.
- 不确定性（原始记录）：Management's own cost-of-capital estimate is not disclosed; ROIC is not separately computed.

在线打开本发现 →

F017｜06｜资产负债表是最扎实的一环，下行情景中本金损失的可能性很低

写入正文：06｜资产负债表是最扎实的一环，下行情景中本金损失的可能性很低；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上；14｜每个模块为什么给这个分

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- FY3/26 earnings release - cash flow and financial ratios (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、29；外部现实校验：17；同业比较：19；其他用途：历史
- FY3/27 interim (second-quarter) earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/27 interim release - inventory composition (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19、21、35；外部现实校验：19；专项深挖：17、19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The balance sheet is exceptionally strong for a steel processor: equity ratio 73.2% at the H1 end (75.4% at FY3/26), cash and deposits JPY 17,328m, total

borrowings about JPY 0.5bn, interest coverage 1,015.4 times in FY3/26, net assets JPY 43,871m and retained earnings JPY 30,623m against JPY 5,000m capital. Refinancing and covenant risk are effectively absent; the retirement-benefit liability is about JPY 4,101m.
- 内部研究类型：financial_resilience
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Permanent capital impairment is unlikely on any evidenced scenario; the realistic downside is mid-single-digit ROE and a persistent discount to book.
- 不确定性（原始记录）：Securities holdings schedule not separately read; any small portfolio is immaterial at this scale.

在线打开本发现 →

F018｜08｜分红保护的是比例，不是金额

写入正文：08｜分红保护的是比例，不是金额；14｜每个模块为什么给这个分

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - dividend policy (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- FY3/27 interim release - dividend revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26
- FY3/26 release - dividend totals in the trough year (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：26
- FY3/27 interim release - interim dividend mechanics (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：26；专项深挖：26
- FY3/26 release - FY3/25 comparatives and shareholder return totals (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28；外部现实校验：22；专项深挖：22、27、28；同业比较：26、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The dividend policy protects the ratio, not the level: total dividends fell from JPY 1,732m (DOE 4.3%, JPY 56 per share, 52.8% payout) in FY3/25 to JPY 1,299m (DOE 3.1%, JPY 42, 60.0% payout) in the FY3/26 trough, and the FY3/27 forecast is JPY 52 (interim raised to JPY 24, about 51.5% payout, interim payout 52.2%), implying a forecast yield near 4.2% at JPY 1,247. Returns are earnings-funded, policy-bound and move mechanically with profit.
- 内部研究类型：shareholder_return_policy
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Reliability attaches to the policy, not to the yen amount; total return depends on the earnings path.

- 不确定性（原始记录）：The successor plan's payout framework is unknown.

在线打开本发现 →

F019｜08｜没有回购也没有稀释，每股价值只靠利润和分红

写入正文：08｜没有回购也没有稀释，每股价值只靠利润和分红

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - share counts and treasury shares (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；反向验证：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - capital history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；外部现实校验：25；专项深挖：25

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：There is no buyback or dilution channel: no board-resolved buyback in FY3/26, capital unchanged at JPY 5,000m, no dilutive instruments or stock options, share count changed only through a 2022 treasury cancellation and the 2024 1-for-5 split, and treasury shares of 544,596 include the BBT trust's 228,500. Per-share improvement comes only from earnings and dividends.
- 内部研究类型：capital_policy_gap
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Holders are protected from dilution and financial risk but receive no financial-engineering uplift despite surplus cash.
- 不确定性（原始记录）：Whether a buyback or higher payout is contemplated is undisclosed.

在线打开本发现 →

F020｜06｜投资正按计划转成设备，首个检验在下半年

写入正文：06｜投资正按计划转成设备，首个检验在下半年

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- Securities report, 96th term - major capital expenditure plans (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20、30；外部现实校验：20
- Securities report, 96th term - research and development and employees (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Investment is converting into plant on schedule: tangible fixed assets rose JPY 1,164m in H1 to JPY 18,683m as the Higashiosaka pickling/coating project (JPY 1,918m, capacity-increasing, completing September 2026) and the Hirakata project (JPY 2,440m, factory expansion without capacity increase, completing August 2026) moved from construction in progress. H2 FY3/27 results are the first read on whether the new plant earns its depreciation. R&D runs about 1.3% of sales (JPY 627m).
- 内部研究类型：investment_conversion
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Asset starvation is not evident and no speculative expansion is funded; higher depreciation raises the bar for the mix engine.
- 不确定性（原始记录）：Project-level expected returns are undisclosed.

在线打开本发现 →

F021｜06｜增长靠供应商垫款，现金改善要看能否持续

写入正文：06｜增长靠供应商垫款，现金改善要看能否持续

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - inventory composition (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21、35；外部现实校验：19；专项深挖：17、19
- FY3/27 second-quarter briefing materials - balance sheet movement in H1 (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；反向验证：17、19；专项深挖：17、18、21、29
- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- FY3/26 earnings release - cash flow and financial ratios (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、29；外部现实校验：17；同业比较：19；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Working capital is dominated by production in progress: inventories about JPY 10,693m (work in progress JPY 4,984m, finished products JPY 2,687m, raw materials JPY 3,022m); in H1 trade payables rose JPY 1,538m to JPY 8,002m while receivables rose only JPY 106m, so growth at flat physical volume is largely supplier-financed. H1 operating cash flow rose to JPY 3,890m from JPY 2,083m. A mix-led model adds value per tonne rather than tonnes, so cash conversion improves with the same shift that lifts margin.
- 内部研究类型：cash_conversion_mechanism
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A quieter second benefit of the recovery's composition; payables financing is not guaranteed to persist.

- 不确定性（原始记录）：Inventory sensitivity to a nickel fall and ageing detail are undisclosed.

在线打开本发现 →

F022｜09｜价格接近账面，折价反映市场对兑现的打折

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；09｜价格接近账面，折价反映市场对兑现的打折；14｜总分 63.51，评级 B：资产负债表最强，盈利兑现和资本回报仍待验证；15｜来源与日期：主要依据公司披露，价格数据截至 2026 年 11 月 6 日；15｜研究用途与免责

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史
- FY3/26 release - market-value equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：21；反向验证：21、27；专项深挖：21、27、29、34
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At the 6 November 2026 close of JPY 1,247 (market capitalisation about JPY 38,988m): forecast PER about 12.4 times on revised EPS, PBR about 0.90 times FY3/26 book value per share (JPY 1,392.50), forecast dividend yield about 4.2%. At the FY3/26 year-end the market-value equity ratio of 68.0% against a 75.4% book ratio likewise implied roughly 0.9 times book: the shares price a near-miss on the plan, with the multiple acting as the market's probability weighting of the ROE bridge.
- 内部研究类型：valuation_state
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Upside is back-loaded into profit delivery; the dividend compensates part of the wait.
- 不确定性（原始记录）：Denominators differ (FY3/26 book value versus revised forecast EPS); no consensus was available.

在线打开本发现 →

F023｜06｜镍价是双向的会计变量，增速要扣掉它再看

写入正文：06｜镍价是双向的会计变量，增速要扣掉它再看

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Earnings releases - LME nickel price averages (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、12、14、32；外部现实校验：14；反向验证：06、16、32、35；专项深挖：06、12、14、32

- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Nickel is a two-way accounting exposure: the H1 bridge includes about JPY 110m of inventory valuation gains earned while LME nickel averaged USD 8.23 then 7.52 per pound; a continued decline reverses the sign of that line and simultaneously pressures selling prices in the wire base. Headline +59.9% H1 profit growth therefore overstates underlying pace by the nickel component.
- 内部研究类型：two_way_accounting_exposure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Earnings should be capitalised with the nickel line stripped.
- 不确定性（原始记录）：Nickel/selling-price assumptions embedded in the revised forecast are undisclosed.

在线打开本发现 →

F024｜06｜固定成本在抬高，产品结构必须跑得比它快

写入正文：06｜固定成本在抬高，产品结构必须跑得比它快

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - full-year profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 first-quarter briefing materials - Q1 profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The fixed-cost base is ratcheting up: the wage base-up and new depreciation subtract about JPY 581m in the full-year bridge (about JPY 209m in H1) while the volume base is flat. If the mix engine pauses, nothing absorbs the higher base and the ordinary margin could fall back toward the FY3/26 level of about 7%.
- 内部研究类型：counter_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Operating leverage cuts both ways; margin recovery depends on mix outrunning costs.
- 不确定性（原始记录）：Group depreciation is not separately stated in admitted sources.

在线打开本发现 →

F025｜03｜金属纤维的另一半已经走软，客户和订单未披露

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；03｜金属纤维的另一半已经走软，客户和订单未披露；11｜最大风险是 NASclean 的订单连续性

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The recovery's single point of failure is NASclean order continuity: the revised plan assumes monthly sales rise further, and a semiconductor capex pause would remove the content-difference engine that produced about seven-tenths of the H1 profit increase. Within metal fibre the non-NASclean half is already soft: NASLON filters and industrial materials fell to JPY 216m per month in Q1 (from JPY 308m) without large overseas carbon-fibre projects, so division growth is a single-product phenomenon exposed to one capex cycle and an undisclosed customer set.
- 内部研究类型：single_point_of_failure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A halving of NASclean's run-rate would convert the recovery into a cycle windfall.
- 不确定性（原始记录）：No semiconductor down-cycle observation yet exists for NASclean.

在线打开本发现 →

F026｜11｜催化剂以兑现为主，不以资本运作为主

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；11｜催化剂以兑现为主，不以资本运作为主

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35

- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：22、30
- Securities report, 96th term - major capital expenditure plans (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：20、30；外部现实校验：20
- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Dated catalysts: Q3 FY3/27 release (expected late January 2027, date labelled expected) showing whether NASclean's run-rate and the implied H2 path survive; the FY3/27 year-end release printing the final NSG26 scorecard and the successor plan's targets; and the first operating read on the completed Higashiosaka and Hirakata plants. Undated: any capital-policy change such as a first buyback or a parent-framework event. Delivery-type catalysts dominate financial-engineering ones for this stock.
- 内部研究类型：catalyst_calendar
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The next two reporting dates resolve most of the open questions.
- 不确定性（原始记录）：Q3 release date is the customary slot, not announced.

在线打开本发现 →

F027｜01｜利润已经回来，问题是产品结构能否撑到净资产收益率 8%

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜利润已经回来，问题是产品结构能否撑到净资产收益率 8%；14｜总分 63.51，评级 B：资产负债表最强，盈利兑现和资本回报仍待验证

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：22、30
- Securities report, 96th term - five-year consolidated indicators (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；同业比较：01、02、06、09、11、13、17、18、20、22、23、24、25、27、28、34；其他用途：历史
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15

- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Thesis: a mix-compounding claim inside a controlled, fortress-financed company. If the high-function layer keeps gaining share (67.3% and rising) and the wire base holds its recovered floor, ordinary profit can approach the NSG26 JPY 5,200m level one plan late, lifting ROE through 8% on the existing equity base and supporting a move from 0.90 times book toward the plan's own at-least-1.0 ambition. Falsifiers: NASclean's monthly run-rate halving from about JPY 621m (holding at or above about JPY 600m supports the thesis); ordinary margin stalling below about 7% for two consecutive halves; a successor plan that abandons the ROE commitment. If falsified, the recovery was a cycle windfall and shares revert to a low-multiple controlled wire maker with a strong balance sheet - worse but not distressed.
- 内部研究类型：thesis_and_falsification
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Defines the conditions under which a re-rating through book value is arithmetically supported versus the discount persisting.
- 不确定性（原始记录）：Forward elements are management targets whose credibility is assessed, not assumed; the successor plan and NASclean's through-cycle level are the decisive unknowns.

在线打开本发现 →

F028｜03｜NASclean 是成长引擎，金属纤维已成为第二主业

写入正文：03｜NASclean 是成长引擎，金属纤维已成为第二主业

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Semiconductor production equipment demand, amplified by AI and data-centre investment, is the demand source for NASclean ultra-precision gas filters built

into tools; the briefing ties NASclean's growth to continued strong semiconductor demand. This capex cycle is now the company's profit cycle.
- 内部研究类型：end_market_demand_driver
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Its turning point, not wire demand, will date the earnings peak.
- 不确定性（原始记录）：Cycle phase length cannot be determined from company sources.

在线打开本发现 →

F029｜04｜AI 和数据中心投资决定这条引擎能转多久

写入正文：04｜AI 和数据中心投资决定这条引擎能转多久

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The AI and data-centre investment cycle drives semiconductor equipment orders, raising gas-filter content per tool and per fab; its duration decides whether NASclean is a step change in the earnings base or a two-year windfall inside a wire company.
- 内部研究类型：upstream_demand_cycle
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Sets the duration of the mix engine.
- 不确定性（原始记录）：Company sources give no independent estimate of the cycle's length or of the served filter market.

在线打开本发现 →

F030｜03｜金属纤维的另一半已经走软，客户和订单未披露

写入正文：03｜金属纤维的另一半已经走软，客户和订单未披露；13｜哪些信息要靠后续披露，哪些只是期权？

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；反向验证：22、30
- FY3/27 second-quarter briefing materials - what counts as high-function product (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)

｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10；外部现实校验：04、08、10；反向验证：08；专项深挖：03、04、08、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hydrogen-society materials and hydrogen-recovery technology are named NSG26 growth directions for the high-function layer but are not a disclosed revenue line; they are carried as optionality, not earnings.
- 内部研究类型：optionality_and_research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Potential second growth field after semiconductors; currently no earnings weight.
- 不确定性（原始记录）：Quantified progress toward revenue and timing of a disclosed earnings line are unknown.

在线打开本发现 →

F031｜07｜交易所对母子上市的关注是一个缓慢的外部压力

写入正文：07｜交易所对母子上市的关注是一个缓慢的外部压力

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - governance under a controlling parent (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、23；外部现实校验：23；反向验证：13；专项深挖：13、23
- Securities report, 96th term - sustainability framework (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13；外部现实校验：13；专项深挖：13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Tokyo Stock Exchange and investor scrutiny of parent-subsidiary listings is a slow external force on this register; the company's majority-independent board and special committee are its documented answer, and escalation would raise both the governance premium demanded and the probability of a structural event. A second policy channel is environmental (2030 CO2 target -30% versus 2013, CDP 'B'), a compliance programme without quantified cost.
- 内部研究类型：policy_pressure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A standing option on structural change, not a current profit factor.
- 不确定性（原始记录）：Exchange-level measures specific to this listing are outside admitted sources.

在线打开本发现 →

F032｜10｜价格比业绩上调更早见顶，两条线共同等待 NASclean 的兑现

写入正文：10｜价格比业绩上调更早见顶，两条线共同等待 NASclean 的兑现；15｜技术数据与证据边界

研究范围：开放研究

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Monthly price history - span and extremes (local assembly from mirror data) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- Monthly moving averages at October 2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；反向验证：34
- Residence distribution of monthly closes, 2001-2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：34
- Annual high, low and close, 2021-2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：34
- Recent monthly path, September 2025 to October 2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The price record mirrors the fundamentals at the observation level: most of the stock's modern life was spent below JPY 600, the 2024-26 advance to JPY 1,605 coincided with the mix story and the 1-for-5 split, and the correction since June 2026 (about 21% on monthly closes) coincides with the market discounting the plan-final-year profit miss and engine concentration even as forecasts were raised. This is a cross-lane timing observation (price led the October revision on the way up); it does not confirm or rewrite the independent Technical State, which remains a retention test not yet resolved.
- 内部研究类型：cross_lane_timing_observation
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Retention in the chart and retention in the order book are one question: both turn on NASclean delivery.
- 不确定性（原始记录）：Fundamental positivity does not establish technical confirmation; Technical Confidence is moderate and weekly/daily structure is not asserted.

在线打开本发现 →

F033｜05｜护城河的反面证据：客户工艺改变会拿走收入

写入正文：05｜护城河的反面证据：客户工艺改变会拿走收入；13｜哪些信息要靠后续披露，哪些只是期权？；14｜哪些未知限制了分数的高度；15｜技术数据与证据边界

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、06、07、33
- Securities report, 96th term - parent and consolidated subsidiaries (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：06、07；反向验证：14；专项深挖：01、06、07、24
- FY3/27 second-quarter briefing materials - what counts as high-function product (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10；外部现实校验：04、08、10；反向验证：08；专项深挖：03、04、08、10
- FY3/27 interim release - comprehensive income versus net profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；外部现实校验：32；专项深挖：32；同业比较：21；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Several economics that would sharpen the thesis are not publicly disclosed: product-level gross profit (the wire-versus-fibre profit split), intra-group procurement and transfer-pricing terms with Daido, qualification durations and sole-source status by customer, verified filter market shares and competitor positions, and analyst consensus. They are carried as explicit UNKNOWN, not as negative facts.
- 内部研究类型：disclosure_limit_cluster
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Limits confidence on filter-line profitability and moat durability; evidence limitation is not evidence of weakness.
- 不确定性（原始记录）：No reasonable current public path was identified; resolution depends on future briefings or the successor plan.

在线打开本发现 →

F034｜08｜中期计划的成绩单：销售额达标，利润目标差一截

写入正文：08｜中期计划的成绩单：销售额达标，利润目标差一截；13｜新中期计划会不会保留 ROE 8% 和市净率 1.0 倍的承诺？

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；反向验证：22、30
- FY3/27 interim release - full-year forecast revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What will the successor mid-term plan (from FY3/28) set as ordinary-profit and ROE targets, and does it keep the NSG26 commitments of ROE at least 8% and PBR at least 1.0 that the final NSG26 year is on course to miss on profit?
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：A successor plan that drops the ROE commitment is a stated falsifier.
- 不确定性（原始记录）：Future disclosure, expected with the FY3/27 year-end print; no current public path.

在线打开本发现 →

F035｜03｜金属纤维的另一半已经走软，客户和订单未披露

写入正文：03｜金属纤维的另一半已经走软，客户和订单未披露；13｜NASclean 的订单、产能和客户集中度到底是什么？

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What order backlog, capacity and customer concentration sit behind NASclean's monthly sales of JPY 621m, how much is tied to AI/data-centre equipment rather than the broader semiconductor cycle, and what monthly level and margin must NASclean reach for metal fibre to carry group ordinary profit to the JPY 5,200m zone, and with what share of equipment demand?
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The decisive unknown of the thesis; it sets the through-cycle level of normalised earnings.
- 不确定性（原始记录）：Customer names, backlog and share are undisclosed; resolution via briefing commentary or successor plan assumptions.

在线打开本发现 →

F036｜06｜投资正按计划转成设备，首个检验在下半年

写入正文：06｜投资正按计划转成设备，首个检验在下半年；13｜NASclean 的订单、产能和客户集中度到底是什么？

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - major capital expenditure plans (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：20、30；外部现实校验：20
- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：How long can NASclean production capacity support about JPY 647m of monthly sales, what further investment beyond the Higashiosaka and Hirakata projects would the next step require, and what utilisation, margin and payback is the Higashiosaka pickling/coating investment showing, with a second phase contemplated or not?
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Determines whether growth capex earns above cost of capital and whether the run-rate can be extended.
- 不确定性（原始记录）：Project-level returns undisclosed; H2 FY3/27 commentary is the next evidence.

在线打开本发现 →

F037｜08｜没有回购也没有稀释，每股价值只靠利润和分红

写入正文：08｜没有回购也没有稀释，每股价值只靠利润和分红；13｜新中期计划会不会保留 ROE 8% 和市净率 1.0 倍的承诺？

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - share counts and treasury shares (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；反向验证：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - capital history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；外部现实校验：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - dividend policy (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：With a 73.2% equity ratio, minimal borrowings and no buyback in the record, why does capital policy stop at a roughly 50% payout, is a buyback or higher payout under consideration, and what equity ratio does management regard as appropriate?
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A first buyback or higher payout would be the one financial lever that could lift ROE ahead of profit, and a parent-framework decision.
- 不确定性（原始记录）：Unannounced; may appear with the successor plan.

在线打开本发现 →

F038｜04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来

写入正文：04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来；13｜太阳能线材还剩多少，大连清算后留下什么？

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、14；反向验证：28、33、35；同业比较：05、08、15；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、06、07、33
- Securities report, 96th term - parent and consolidated subsidiaries (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：06、07；反向验证：14；专项深挖：01、06、07、24
- FY3/27 interim release - regional segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：15；专项深挖：15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：How much revenue remains in solar-panel ultra-fine wire and when does its decline stop subtracting from wire profit (is a complete exit from screen-printing contemplated); and after the Dalian liquidation, what China/Korea footprint (Changshu, Korea Naslon) remains and what were the exit's final costs and proceeds?
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Fixes the size of the melting revenue pocket and the clean recurring base.
- 不确定性（原始记录）：Not separately disclosed; resolution via product commentary and the liquidation completion.

在线打开本发现 →

F039｜06｜镍价是双向的会计变量，增速要扣掉它再看

写入正文：06｜镍价是双向的会计变量，增速要扣掉它再看；13｜下半年 23.64 亿日元里，有多少靠镍库存评估？

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35
- Earnings releases - LME nickel price averages (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、12、14、32；外部现实校验：14；反向验证：06、16、32、35；专项深挖：06、12、14、32
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What selling-price and raw-material assumptions (including LME nickel) are embedded in the revised FY3/27 forecast, and how much of the implied H2 ordinary profit of JPY 2,364m depends on inventory valuation effects rather than shipments and mix?
- 内部研究类型：research_debt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Separates mix-driven delivery from accounting tape effects in the H2 bar.
- 不确定性（原始记录）：Assumptions undisclosed; future profit bridges reveal nickel's sign each period.

在线打开本发现 →

F040｜07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权

写入正文：07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

归并到：F065

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、06、07、33
- Securities report, 96th term - major shareholders and ownership mix (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：24；反向验证：01、23
- Securities report, 96th term - cover and company identity (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Daido Special Steel's 50.37% holding (50.63% of voting rights) makes it the controlling parent, raw-material supplier and source of the president; control, supply and strategy run through one relationship, with minority protection depending on the special-committee framework.
- 内部研究类型：CAPITAL_CONTROL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F041｜06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构

写入正文：06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构；12｜一个驱动同时解释利润率、现金转化和收入质量，也集中了风险

归并到：F063

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Semiconductor equipment capex (including AI and data-centre applications) is the demand source for NASclean, which supplied about seven-tenths of the H1 profit increase through mix; the capex cycle's turning point will date the earnings peak.
- 内部研究类型：END_MARKET_DEMAND_DRIVER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F042｜04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来

写入正文：04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来；05｜护城河的反面证据：客户工艺改变会拿走收入

归并到：F066

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08、14；反向验证：28、33、35；同业比较：05、08、15；其他用途：历史

- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、06、07、33
- FY3/26 full-year earnings release (Japanese GAAP, consolidated) (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；同业比较：29、32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Shrinking solar screen-printing demand (Chinese inventory adjustment and substitution of stainless mesh) drove the FY3/26 profit decline even as wire volume grew 2.5%; the shift is structural, so no recovery should be assumed in normalised earnings.
- 内部研究类型：CAUSES_DRAG
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F043｜02｜利润来源正在从商品线材转向自有过滤产品

写入正文：02｜利润来源正在从商品线材转向自有过滤产品；05｜护城河有产品和工艺依据，但外部验证不足

归并到：F062

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - corporate history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、08、33；同业比较：03、04、07、33；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、06、07、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Integrated stainless rivals such as Nippon Yakin Kogyo (also a historical 1953 capital participant) set the competitive frame for the wire base layer and illustrate how long the Daido-lineage register structure has existed.
- 内部研究类型：COMPETITIVE_FRAME
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F044｜02｜利润来源正在从商品线材转向自有过滤产品

写入正文：02｜利润来源正在从商品线材转向自有过滤产品；05｜护城河有产品和工艺依据，但外部验证不足

归并到：F062

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：直接证据
- FY3/27 second-quarter briefing materials - industry shipments (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Domestic wire demand, recovering gradually since the FY2023 industry bottom, sets the earnings floor beneath the mix story: it supports but cannot drive the profit target, which is why the thesis rests on mix rather than a wire volume cycle.
- 内部研究类型：FLOOR_UNDER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F045｜07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权

写入正文：07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

归并到：F065

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - major shareholders and ownership mix (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：24；反向验证：01、23
- EDINET DB - shareholder register extract (https://edinetdb.jp/company/E01280/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；反向验证：24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Trust-account holders (Master Trust 6.06%, Custody Bank 1.93%) are the effective institutional float; with the 29.73% retail unit share their behaviour determines price discovery, because the controlling block never trades.
- 内部研究类型：PRICE_DISCOVERY_CHANNEL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F046｜01｜接下来两次财报就是检验，推翻条件已经写在数字里

写入正文：01｜接下来两次财报就是检验，推翻条件已经写在数字里；11｜催化剂以兑现为主，不以资本运作为主

归并到：F069

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；反向验证：22、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hydrogen-society growth fields are the plan's stated second growth direction but a development direction, not a disclosed revenue line; they enter the thesis as optionality only.
- 内部研究类型：OPTIONALITY_NOT_EARNINGS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F047｜07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权

写入正文：07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

归并到：F065

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - governance under a controlling parent (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、23；外部现实校验：23；反向验证：13；专项深挖：13、23
- Securities report, 96th term - parent and consolidated subsidiaries (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：06、07；反向验证：14；专项深挖：01、06、07、24
- Securities report, 96th term - major shareholders and ownership mix (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：24；外部现实校验：24；反向验证：01、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Daido group framework (consolidation, raw-material supply, secondment of the president) is formally governed by a special committee of independent outsiders; it lowers event risk but makes a full buyout, large buyback or change of control the parent's decision, any of which would reprice the shares discontinuously.
- 内部研究类型：FRAMEWORK_AND_CONSTRAINT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F048｜06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构

写入正文：06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构；12｜一个驱动同时解释利润率、现金转化和收入质量，也集中了风险

归并到：F063

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Data-centre construction raises equipment orders, which raise gas-filter content per tool and per fab; the cycle's duration is the earnings cycle's duration.
- 内部研究类型：UPSTREAM_DEMAND_DRIVER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F049｜04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来

写入正文：04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来；05｜护城河的反面证据：客户工艺改变会拿走收入

归并到：F066

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08、14；反向验证：28、33、35；同业比较：05、08、15；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - parent and consolidated subsidiaries (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：06、07；反向验证：14；专项深挖：01、06、07、24
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、06、07、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Chinese solar inventory and materials shift removed wire demand in the region and management responded by dissolving the Dalian wire subsidiary; the remaining effect is the pace at which residual solar wire revenue melts out of the base.

- 内部研究类型：MANAGEMENT_RESPONSE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F050｜07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权

写入正文：07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

归并到：F065

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - governance under a controlling parent (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、23；外部现实校验：23；反向验证：13；专项深挖：13、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Exchange and investor pressure on parent-subsidiary listings raises the value of the documented minority-protection machinery and, at the limit, the probability of structural change; the board and committee structure is the company's answer.
- 内部研究类型：EXTERNAL_PRESSURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F051｜06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构

写入正文：06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构；12｜一个驱动同时解释利润率、现金转化和收入质量，也集中了风险

归并到：F063

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：NASclean growth drives the content-difference line of the profit bridge and lifts the high-function ratio, converting flat physical volume into higher profit.
- 内部研究类型：CAUSES
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F052｜06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构

写入正文：06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构；12｜一个驱动同时解释利润率、现金转化和收入质量，也集中了风险

归并到：F063

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：16
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The mix mechanism is independently visible in the company's product accounting: the high-function ratio rose from 66.1% to 67.3% while commodity products stayed flat.
- 内部研究类型：MEASURED_BY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F053｜08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距

写入正文：08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

归并到：F064

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29

- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28
- FY3/26 release - FY3/25 comparatives and shareholder return totals (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：22；专项深挖：22、27、28；同业比较：26、35；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；反向验证：22、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A debt-free 73-75% equity base means ROE cannot be closed by leverage; the plan's capital-efficiency target and its profit target are the same target, and the no-leverage, no-buyback choice converts an earnings miss into an ROE miss.
- 内部研究类型：MAKES_ROE_PURE_EARNINGS_MEASURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F054｜08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距

写入正文：08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

归并到：F064

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - share counts and treasury shares (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；反向验证：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - capital history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；外部现实校验：25；专项深挖：25
- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；反向验证：22、30
- FY3/26 release - FY3/25 comparatives and shareholder return totals (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：28；外部现实校验：22；专项深挖：22、27、28；同业比较：26、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The absence of any buyback or leverage leaves the dividend as the only moving capital-policy part, concentrating the capital-efficiency question on profit and on the payout ratio.
- 内部研究类型：UNUSED_LEVER
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F055｜08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距

写入正文：08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

归并到：F064

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：22、30
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史
- FY3/26 release - market-value equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：21；反向验证：21、27；专项深挖：21、27、29、34
- FY3/27 interim release - full-year forecast revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：支持证据；同业比较：31；其他用途：历史
- FY3/27 first-quarter briefing materials - forecast versus NSG26 reference (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The profit-leg miss against NSG26 and the engine concentration are what the slightly-below-book multiple discounts; delivery to 8% ROE supports the plan's own PBR-at-least-1.0 ambition.
- 内部研究类型：EXPECTATION_REFERENCE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F056｜06｜镍价是双向的会计变量，增速要扣掉它再看

写入正文：06｜镍价是双向的会计变量，增速要扣掉它再看

归并到：F067

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Earnings releases - LME nickel price averages (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、12、14、32；外部现实校验：14；反向验证：06、16、32、35；专项深挖：06、12、14、32
- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：About JPY 110m of the bridge is nickel inventory gain, reversible with the LME tape; the recurring mix line should be read net of it.
- 内部研究类型：QUALIFIES
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F057｜06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构

写入正文：06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构；12｜一个驱动同时解释利润率、现金转化和收入质量，也集中了风险

归并到：F063

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - full-year profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 first-quarter briefing materials - Q1 profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16
- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A permanently higher cost base (wage base-up, new depreciation) must be outrun by mix; with flat volume nothing else absorbs it.
- 内部研究类型：COUNTERVAILING_MECHANISM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F058｜01｜接下来两次财报就是检验，推翻条件已经写在数字里

写入正文：01｜接下来两次财报就是检验，推翻条件已经写在数字里；11｜催化剂以兑现为主，不以资本运作为主

归并到：F069

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：支持证据
- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；反向验证：22、30
- Securities report, 96th term - five-year consolidated indicators (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：22；同业比较：01、02、06、09、11、13、17、18、20、22、23、24、25、27、28、34；其他用途：历史
- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：NASclean order continuity is the principal falsifier: a halving of its monthly run-rate converts the recovery into a cycle windfall.
- 内部研究类型：PRIMARY_FALSIFIER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F059｜01｜接下来两次财报就是检验，推翻条件已经写在数字里

写入正文：01｜接下来两次财报就是检验，推翻条件已经写在数字里；11｜催化剂以兑现为主，不以资本运作为主

归并到：F069

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35
- Securities report, 96th term - major capital expenditure plans (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20、30；外部现实校验：20
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；反向验证：22、30
- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The implied H2 bar (ordinary profit JPY 2,364m) and completed plant make the Q3 and year-end releases the first tests of whether the mix engine and new capacity carry the revised plan.
- 内部研究类型：SETS_DELIVERY_TEST
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F060｜10｜价格比业绩上调更早见顶，两条线共同等待 NASclean 的兑现

写入正文：10｜价格比业绩上调更早见顶，两条线共同等待 NASclean 的兑现；12｜图表上的保留和订单上的保留，是同一场检验

归并到：F068

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Monthly price history - span and extremes (local assembly from mirror data) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- Monthly moving averages at October 2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；反向验证：34
- Recent monthly path, September 2025 to October 2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：This map relates the fundamental order-book test to the protected Technical Synthesis as a whole: both lanes' falsifiers hinge on NASclean delivery, but fundamentals neither confirm nor alter the independent Technical State.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_TIMING_REFERENCE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F061｜10｜价格比业绩上调更早见顶，两条线共同等待 NASclean 的兑现

写入正文：10｜价格比业绩上调更早见顶，两条线共同等待 NASclean 的兑现；12｜图表上的保留和订单上的保留，是同一场检验

归并到：F068

研究范围：开放研究

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- Monthly price history - span and extremes (local assembly from mirror data) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- Recent monthly path, September 2025 to October 2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；反向验证：22、30
- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The thesis falsifiers (NASclean run-rate, margin, successor plan) are the fundamental counterpart of the price-retention question.
- 内部研究类型：SHARED_TEST
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F062｜02｜利润来源正在从商品线材转向自有过滤产品

写入正文：02｜利润来源正在从商品线材转向自有过滤产品；05｜护城河有产品和工艺依据，但外部验证不足

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（39 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - cover and company identity (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- Securities report, 96th term - corporate history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、08、33；同业比较：03、04、07、33；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、06、07、33
- Securities report, 96th term - major shareholders and ownership mix (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：24；反向验证：01、23
- Securities report, 96th term - research and development and employees (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04
- Company profile (English site) (https://www.n-seisen.co.jp/en/company/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09；外部现实校验：01、09；专项深挖：01、09
- Securities report, 96th term - governance under a controlling parent (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、23；外部现实校验：23；反向验证：13；专项深挖：13、23
- EDINET DB - shareholder register extract (https://edinetdb.jp/company/E01280/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；反向验证：24；专项深挖：24
- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08、14；反向验证：28、33、35；同业比较：05、08、15；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：直接证据
- FY3/27 second-quarter briefing materials - industry shipments (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11、12
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - wire demand by application and region (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：05；专项深挖：05
- FY3/27 second-quarter briefing materials - industry shipments by application (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：09；专项深挖：08、11

- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - what counts as high-function product (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10；外部现实校验：04、08、10；反向验证：08；专项深挖：03、04、08、10
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/26 release - product by region matrix (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02；反向验证：07；专项深挖：02
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史
- FY3/26 release - regional segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02；专项深挖：02
- FY3/27 interim release - regional segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：15；专项深挖：15
- Securities report, 96th term - production footprint (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：02、15、20、29；专项深挖：20、33
- FY3/27 second-quarter briefing materials - segment sales summary (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：05
- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- FY3/26 earnings release - cash flow and financial ratios (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、29；外部现实校验：17；同业比较：19；其他用途：历史
- FY3/27 interim (second-quarter) earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/27 interim release - inventory composition (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21、35；外部现实校验：19；专项深挖：17、19
- Securities report, 96th term - dividend policy (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- FY3/27 interim release - dividend revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26

- FY3/26 release - dividend totals in the trough year (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：26
- FY3/27 interim release - interim dividend mechanics (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：26；专项深挖：26
- FY3/26 release - FY3/25 comparatives and shareholder return totals (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28；外部现实校验：22；专项深挖：22、27、28；同业比较：26、35；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - share counts and treasury shares (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；反向验证：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - capital history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；外部现实校验：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - major capital expenditure plans (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20、30；外部现实校验：20
- FY3/27 second-quarter briefing materials - balance sheet movement in H1 (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；反向验证：17、19；专项深挖：17、18、21、29
- Securities report, 96th term - parent and consolidated subsidiaries (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：06、07；反向验证：14；专项深挖：01、06、07、24
- FY3/27 interim release - comprehensive income versus net profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；外部现实校验：32；专项深挖：32；同业比较：21；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable Business Portrait: a seventy-year specialist niche inside the Daido group, fortress-financed, with a melting commodity pocket and a cyclical filter engine｜The durable core is a manufacturing niche built since 1951 (stainless wire) and 1984 (metal fibre), qualification relationships inside customers' processes and a balance sheet that has never needed leverage; even the trough year was profitable and cash-generative. What is not durable by itself is the composition of current earnings: the filter engine rides a semiconductor capex cycle, the solar pocket is melting by substitution, and the fixed-cost base has ratcheted up. Control by Daido and the absence of leverage or buybacks make per-share outcomes depend on earnings alone.
- 内部研究类型：durable_business_portrait
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Downside is unusually cushioned for a steel processor; upside is back-loaded into mix delivery and the capital-efficiency bridge.
- 不确定性（原始记录）：Product-level profit, qualification durations and market share are undisclosed; NASclean through-cycle level is unobserved.

在线打开本发现 →

F063｜06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构

写入正文：06｜回升靠的是卖什么：七成利润增量来自产品结构；12｜一个驱动同时解释利润率、现金转化和收入质量，也集中了风险

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（20 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- FY3/26 release - product by region matrix (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02；反向验证：07；专项深挖：02
- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16
- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 first-quarter briefing materials - Q1 profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16
- FY3/27 second-quarter briefing materials - what counts as high-function product (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10；外部现实校验：04、08、10；反向验证：08；专项深挖：03、04、08、10
- FY3/27 interim release - inventory composition (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21、35；外部现实校验：19；专项深挖：17、19
- FY3/27 second-quarter briefing materials - balance sheet movement in H1 (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；反向验证：17、19；专项深挖：17、18、21、29
- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- FY3/26 earnings release - cash flow and financial ratios (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、29；外部现实校验：17；同业比较：19；其他用途：历史

- FY3/26 release - FY3/25 comparatives and shareholder return totals (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：22；专项深挖：22、27、28；同业比较：26、35；其他用途：历史
- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：22、30
- Securities report, 96th term - five-year consolidated indicators (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；同业比较：01、02、06、09、11、13、17、18、20、22、23、24、25、27、28、34；其他用途：历史
- FY3/27 second-quarter briefing materials - full-year profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Mix as the bridge across domains: semiconductor capex to NASclean to content difference to margin, cash and ROE｜One driver explains margin recovery (content +JPY 526m), cash conversion (mix adds profit without tonnes), revenue quality and the technology moat's first measurable effect. The domains cannot be underwritten separately; the same driver concentrates earnings on one customer capex cycle.
- 内部研究类型：main_causal_chain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Structurally better revenue, whose compounding depends on the filter cycle's duration.
- 不确定性（原始记录）：Durability beyond the current semiconductor upswing is unobserved.

在线打开本发现 →

F064｜08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距

写入正文：08｜ROE 的差距是利润差距，不是资本结构差距；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（19 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- FY3/26 earnings release - cash flow and financial ratios (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、29；外部现实校验：17；同业比较：19；其他用途：历史
- FY3/27 interim (second-quarter) earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据
- FY3/27 interim release - inventory composition (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19、21、35；外部现实校验：19；专项深挖：17、19
- FY3/26 release - FY3/25 comparatives and shareholder return totals (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；外部现实校验：22；专项深挖：22、27、28；同业比较：26、35；其他用途：历史
- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：22、30
- Securities report, 96th term - five-year consolidated indicators (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22；同业比较：01、02、06、09、11、13、17、18、20、22、23、24、25、27、28、34；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - share counts and treasury shares (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；反向验证：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - capital history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；外部现实校验：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - dividend policy (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- FY3/27 interim release - dividend revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26
- FY3/26 release - dividend totals in the trough year (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：26
- FY3/27 interim release - interim dividend mechanics (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：26；专项深挖：26
- FY3/27 first-quarter briefing materials - forecast versus NSG26 reference (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

- FY3/27 interim release - full-year forecast revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：31；其他用途：历史
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史
- FY3/26 release - market-value equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：21；反向验证：21、27；专项深挖：21、27、29、34
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Fortress balance sheet makes the ROE target a pure earnings target｜The balance sheet and income statement tell opposite stories by design: a 73.2% equity ratio and no debt remove financial risk but make ROE move one-for-one with profit, so the governance choice of no leverage converts an earnings miss into an ROE miss and ties re-rating to the mix engine.
- 内部研究类型：cross_domain_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Until ROE credibly reaches 8%, a multiple at or slightly below book is rational pricing rather than obvious mispricing.
- 不确定性（原始记录）：Whether a buyback or higher payout is under consideration is undisclosed.

在线打开本发现 →

F065｜07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权

写入正文：07｜一个母公司同时握着供应、人事和股权；09｜下行靠资产负债表，上行押在利润兑现上

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - cover and company identity (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- Securities report, 96th term - corporate history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、08、33；同业比较：03、04、07、33；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、06、07、33
- Securities report, 96th term - major shareholders and ownership mix (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；外部现实校验：24；反向验证：01、23

- Securities report, 96th term - research and development and employees (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04
- Company profile (English site) (https://www.n-seisen.co.jp/en/company/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09；外部现实校验：01、09；专项深挖：01、09
- Securities report, 96th term - governance under a controlling parent (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、23；外部现实校验：23；反向验证：13；专项深挖：13、23
- EDINET DB - shareholder register extract (https://edinetdb.jp/company/E01280/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；反向验证：24；专项深挖：24
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史
- FY3/26 release - market-value equity ratio (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：21；反向验证：21、27；专项深挖：21、27、29、34
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35
- Securities report, 96th term - sustainability framework (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13；外部现实校验：13；专项深挖：13
- Securities report, 96th term - parent and consolidated subsidiaries (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：06、07；反向验证：14；专项深挖：01、06、07、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Parent control links supply, succession, register and valuation discount｜Daido is simultaneously raw-material channel, source of the president and 50.37% holder, so one relationship prices into the supplier, governance and valuation domains at once; the majority-independent board and special committee are the institutional answer and policy scrutiny is a slow external force.
- 内部研究类型：cross_domain_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Minorities hold a claim whose governance terms are set by the parent's framework; the discount is part of the sub-1.0 price-to-book ratio, with a standing option on structural change.
- 不确定性（原始记录）：Intra-group pricing terms are undisclosed.

在线打开本发现 →

F066｜04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来

写入正文：04｜太阳能超细线的流失是替代，不应等它回来；05｜护城河的反面证据：客户工艺改变会拿走收入

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（16 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08、14；反向验证：28、33、35；同业比较：05、08、15；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、06、07、33
- FY3/27 interim release - regional segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：15；专项深挖：15
- Securities report, 96th term - parent and consolidated subsidiaries (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：06、07；反向验证：14；专项深挖：01、06、07、24
- FY3/27 second-quarter briefing materials - wire demand by application and region (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：05；专项深挖：05
- FY3/26 full-year earnings release (Japanese GAAP, consolidated) (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；同业比较：29、32；其他用途：历史
- FY3/26 earnings release - cash flow and financial ratios (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、29；外部现实校验：17；同业比较：19；其他用途：历史
- FY3/26 third-quarter earnings release (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120260120536127.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：33；专项深挖：33；同业比较：12、14、16；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/26 release - product by region matrix (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02；反向验证：07；专项深挖：02
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史
- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：直接 / 支持

- Securities report, 96th term - corporate history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、08、33；同业比较：03、04、07、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Customer process choices create and destroy revenue lines as step changes｜The substitution that removed the solar application and the qualification that protects NASclean are the same force with opposite signs: customers' process choices, not rivals' pricing, set this company's revenue lines, so the cycle reads process generations as well as demand volumes.
- 内部研究类型：cross_domain_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Risks arrive as step changes rather than squeezes; normalised earnings must not assume a solar recovery.
- 不确定性（原始记录）：Qualification durations and sole-source status are undisclosed.

在线打开本发现 →

F067｜06｜镍价是双向的会计变量，增速要扣掉它再看

写入正文：06｜镍价是双向的会计变量，增速要扣掉它再看

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（16 项；重复标签已按来源合并）

- Earnings releases - LME nickel price averages (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、12、14、32；外部现实校验：14；反向验证：06、16、32、35；专项深挖：06、12、14、32
- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16
- FY3/27 interim release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- FY3/27 first-quarter briefing materials - Q1 profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：16
- FY3/27 interim release - inventory composition (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19、21、35；外部现实校验：19；专项深挖：17、19

- FY3/27 second-quarter briefing materials - balance sheet movement in H1 (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；反向验证：17、19；专项深挖：17、18、21、29
- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- FY3/26 earnings release - cash flow and financial ratios (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、29；外部现实校验：17；同业比较：19；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35
- FY3/27 interim release - full-year forecast revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：31；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - dividend revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- H1 FY3/27 results - beat, upward revision and dividend increase (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Nickel links macro to reported profit quality｜A rising tape flatters the bridge through inventory gains and a falling tape reverses it while pressuring wire prices, so the accounting domain must be read before the margin domain is believed in any single period.
- 内部研究类型：cross_domain_mechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Headline growth overstates underlying pace by the nickel component; H2 delivery depends partly on this unresolved assumption.
- 不确定性（原始记录）：Embedded nickel and price assumptions undisclosed.

在线打开本发现 →

F068｜10｜价格比业绩上调更早见顶，两条线共同等待 NASclean 的兑现

写入正文：10｜价格比业绩上调更早见顶，两条线共同等待 NASclean 的兑现；12｜图表上的保留和订单上的保留，是同一场检验

研究范围：开放研究

证据来源（20 项；重复标签已按来源合并）

- Monthly price history - span and extremes (local assembly from mirror data) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- Monthly moving averages at October 2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；反向验证：34
- Residence distribution of monthly closes, 2001-2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：34
- Annual high, low and close, 2021-2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：34
- Recent monthly path, September 2025 to October 2026 (local computation) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/5659.T)｜怎么使用：直接证据
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史
- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：22、30
- Securities report, 96th term - five-year consolidated indicators (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；同业比较：01、02、06、09、11、13、17、18、20、22、23、24、25、27、28、34；其他用途：历史
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35
- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：直接 / 支持
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史

- FY3/27 interim release - full-year forecast revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：31；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - dividend revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- H1 FY3/27 results - beat, upward revision and dividend increase (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Retention in the chart and retention in the order book are one test｜The shares are holding a young, thinly built high zone exactly while the earnings engine must prove it can hold its run-rate. This cross-lane structure connects fundamental falsifiers to the price-retention question without altering the independent Technical State.
- 内部研究类型：cross_lane_synthesis
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Delivery at the Q3 and year-end prints is the shared referee for both fundamental and price-structure claims.
- 不确定性（原始记录）：Fundamental agreement is not technical confirmation; the Technical State remains an unresolved retention test.

在线打开本发现 →

F069｜01｜接下来两次财报就是检验，推翻条件已经写在数字里

写入正文：01｜接下来两次财报就是检验，推翻条件已经写在数字里；11｜催化剂以兑现为主，不以资本运作为主

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（19 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/27 second-quarter briefing materials - high-function and proprietary products (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15
- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：22、30
- Securities report, 96th term - five-year consolidated indicators (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；同业比较：01、02、06、09、11、13、17、18、20、22、23、24、25、27、28、34；其他用途：历史
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15

- FY3/26 release - ROE arithmetic (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22；反向验证：18；专项深挖：18、22、28
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35
- FY3/27 interim release - full-year forecast revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：31；其他用途：历史
- FY3/27 interim release - dividend revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- H1 FY3/27 results - beat, upward revision and dividend increase (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35
- Stock price snapshot - 6 November 2026 close (https://equity.jiji.com/stocks/5659)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：27、31；同业比较：30；其他用途：历史
- FY3/27 first-quarter briefing materials - forecast versus NSG26 reference (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Securities report, 96th term - major capital expenditure plans (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20、30；外部现实校验：20
- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- Securities report, 96th term - research and development and employees (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04
- FY3/27 second-quarter briefing materials - what counts as high-function product (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10；外部现实校验：04、08、10；反向验证：08；专项深挖：03、04、08、10
- FY3/27 second-quarter briefing materials - ordinary profit bridge (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 first-quarter earnings release (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/081220260629583371_tse-qcedjpsm-56590-20260724356590-ixbrl.htm)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Thesis, falsification and near-term delivery test｜The thesis and its dated falsifiers are observable at each quarterly print: NASclean run-rate, ordinary margin and the successor plan's ROE commitment.
- 内部研究类型：thesis_and_delivery_structure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Defines when a book-value re-rating is supported versus a reversion to a low-multiple controlled wire maker.
- 不确定性（原始记录）：Successor plan and NASclean through-cycle level are decisive unknowns.

在线打开本发现 →

F070｜13｜哪些信息要靠后续披露，哪些只是期权？

写入正文：13｜哪些信息要靠后续披露，哪些只是期权？；14｜哪些未知限制了分数的高度

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（19 项；重复标签已按来源合并）

- Securities report, 96th term - mid-term plan NSG26 targets and policies (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；反向验证：22、30
- FY3/27 interim release - full-year forecast revision (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：31；其他用途：历史
- FY3/27 second-quarter briefing materials - metal fibre monthly sales (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、10、11；外部现实校验：12；反向验证：05
- FY3/27 second-quarter briefing materials - revised full-year divisional outlook (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：11、35；反向验证：04；专项深挖：11、15
- FY3/27 first-quarter briefing materials - metal fibre divergence (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20260805_6a727fba8b91e.pdf)｜怎么使用：直接证据；反向验证：11；同业比较：10；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - major capital expenditure plans (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：20、30；外部现实校验：20
- FY3/27 interim release - balance sheet and cash flow (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18、20、21、29；外部现实校验：18、29
- FY3/27 interim release - share counts and treasury shares (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；反向验证：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - capital history (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；外部现实校验：25；专项深挖：25
- Securities report, 96th term - dividend policy (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26

- FY3/26 earnings release - product-level sales (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120260423509629.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、14；反向验证：28、33、35；同业比较：05、08、15；其他用途：历史
- Securities report, 96th term - business description and group structure (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、06、07、33
- Securities report, 96th term - parent and consolidated subsidiaries (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/report_20260622_6a387d0471bb4.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：06、07；反向验证：14；专项深挖：01、06、07、24
- FY3/27 interim release - regional segment results (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：15；专项深挖：15
- FY3/27 interim release - implied second half under the revised forecast (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：28；反向验证：31；专项深挖：35
- Earnings releases - LME nickel price averages (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、12、14、32；外部现实校验：14；反向验证：06、16、32、35；专项深挖：06、12、14、32
- Post-revision expectations - implied second half (https://s.kabutan.jp/news/k202610280021/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31；外部现实校验：30；专项深挖：30、31、35
- FY3/27 second-quarter briefing materials - what counts as high-function product (https://www.n-seisen.co.jp/ir/document/pdf/document_20261028_6ae190b12815b.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、10；外部现实校验：04、08、10；反向验证：08；专项深挖：03、04、08、10
- FY3/27 interim release - comprehensive income versus net profit (https://www2.jpx.co.jp/disc/56590/140120261019553031.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；外部现实校验：32；专项深挖：32；同业比较：21；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Material UNKNOWNs and Research Debt carried forward｜The unknowns centre on NASclean durability, capacity and customer concentration, the successor plan and capital policy; none has a reasonable current public path and each is tied to a dated future disclosure.
- 内部研究类型：research_debt_set
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Carries the largest uncertainty over normalised earning power and the re-rating condition.
- 不确定性（原始记录）：Resolved mainly by Q3 and FY3/27 year-end releases and the successor plan.

在线打开本发现 →

F071｜10｜二十年低位之后，三年台阶式抬升

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；10｜二十年低位之后，三年台阶式抬升；10｜回调至今守在新区域内，关键位置是 1,164 日元和 12 个月均线；10｜没有出现压缩，回抽检验尚未走完，失败的冲

高还没有发生；10｜当前状态：新区域内的回调，检验尚未结束；13｜哪些信息要靠后续披露，哪些只是期权？；14｜每个模块为什么给这个分；15｜技术数据与证据边界

还不能确定：受保护的 Technical Research 结构；公开边界以其正文路由为准。

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Protected Technical Synthesis (RESEARCH_TRUTH.technical_state)
- 内部研究类型：protected_technical_synthesis
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 公开边界：受保护 Technical Research 仅保留可追踪身份，本索引不重写其内部语义。

在线打开本发现 →

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。