8065 佐藤商事株式会社（Sato Shoji Corporation）

Kabugami V3.2 57.41/100 · B

这家公司是做什么的

佐藤商事株式会社（Sato Shoji Corporation，东证 Prime，代码8065）主营钢铁和有色金属贸易，同时经营电子材料、机械工具、生活用品、珠宝，以及建设与环境产品；国内有41处网点，海外有21处，合…

最近亮点

2026年11月5日公布的2027年3月期（FY27/3）上半年（4–9月）业绩：销售额1,635.43亿日元，同比上升14.9%；营业利润53.04亿日元，上升64.3%；经常利润55.82亿日元，上升58.6%；净利润39.52亿日…

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	c674a950a5789f8ec4e5bea0e84e29453ea840a6
交付代码版本 SHA	c674a950a5789f8ec4e5bea0e84e29453ea840a6
交付运行时指纹	9c66d25077341bbecdc7793b71fe7f388776680c83932b8e21f9b460468dc668
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	635a2a3f-b351-5fb5-b316-404979d4836c
Canonical 快照 ID	a4c8fc1a-5de4-5621-a397-ca095439c1e6
Canonical 研究日期	2026-11-09
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	8065

先看研究要点

为什么值得研究	利润上移是真实且干净的：海外集团上半年分部利润 20.52 亿日元，上升 124.9%，占全部分部利润的 38.9%；全年指引（销售额 3,250 亿日元、经常利润 105 亿日元）在第四次中期经营计划的第一年，就超过了该计划 2029 年 3 月期的目标（3,200 亿日元、92 亿日元）。股价对应预测市盈率 6.3 倍、市净率 0.67 倍，预测股息率 4.25%。
最需要担心什么	驱动这次上调的因素全是外部周期变量：AI 服务器材料需求、半导体零部件、有色与钢材价格、商用车产量。海外集团利润中价格与销量各占多少没有披露；若 AI 投资和金属价格同步回落，增长会消失，成本和营运资金仍在。另外，2,900–3,700 日元一带有 9 月天量成交留下的套牢筹码，价格尚未确认新的运行区间。
Kabugami 现在怎么看	结论：综合得分 57.41/100（评分版本 V3.2），评级 B；操作上以观望为主，不追高，分批跟踪。 关键依据：利润确实上了一个台阶，估值也有垫子；但这个台阶能不能留住，取决于海外集团利润里价格与销量的拆分（公司未披露），价格上方又有套牢筹码，新的运行区间尚未确认。 翻转条件：2027 年 2 月第三季度财报能否越过下半年经常利润 49.18 亿日元的隐含门槛，以及 fundnote（持股 6.29%的投资信托方）有无新的持股变更报告，是最近的两道检验；四项推翻条件中出现任意两项，就放弃这一判断。 估值简报：股价 2,470 日元（2026 年 11 月 6 日收盘）。总市值 538.4 亿日元（全部已发行股份；扣除库存股为 512 亿日元）。预测市盈率 6.3 倍（按修订后 2027 年 3 月期每股收益 391.04 日元）。实绩市净率 0.67 倍（按 2026 年 3 月期末每股净资产 3,700.93 日元）。按 2026 年 9 月末

	每股净资产 3,866 日元并扣除库存股，则为 0.64 倍。ROE 9.1%（2026 年 3 月期实绩）。预测股息率 4.25%（年股息 105 日元）。EV/EBITDA 8.7 倍。EV 789.6 亿日元，为总市值 538.4 亿日元加 2026 年 9 月 30 日净有息负债 251.19 亿日元；EBITDA 90.64 亿日元，为 2026 年 3 月期营业利润加折旧。分母是上一年度数字，而上半年盈利已大幅走高，所以这一倍数高估了相对当前盈利的水平。

01｜投资问题与当前结论

01.1｜这只股票值不值得买，取决于 2026 年这次利润上移能不能留住

当前判断：这是一次真实的利润上移，但能不能留住还没有答案，因此操作上以观望为主，不追高。2026 年 11 月 6 日收盘价 2,470 日元，对应预测市盈率 6.3 倍、市净率 0.67 倍（PBR）。

股权押的是产品结构上移的持久度。海外集团和电子业务里与 AI 相关的利润，占 2027 年 3 月期（FY27/3）上半年（4–9 月）分部利润增量的一半左右。如果这块利润是结构性的，按公司自己的第四次中期经营计划衡量，股价偏低；如果它只是金属价格和 AI 资本开支的周期高点，常态化净利润在 55 亿日元上下，当前价格大致合理，8 月 17 日的高点 4,095 日元就是出场位。

所以问题从“AI 行情能冲多高”，换成了“核心贸易网络每年稳定赚的利润，加上一份要在 2027 年 2 月和 5 月两次财报里检验的增长期权，值多少钱”。前者有五年的经常利润区间（63 亿至 82 亿日元）做底；后者只有两个半年的数据，海外利润中价格与销量的拆分也没有披露。这一判断把握一般，后续财报可以上调，也可以下调。

01.2｜利润水平在 2026 年确实变了，上半年的增长来自经营本身

变化发生得很快。2026 年 3 月期前三季度（4–12 月）销售额只增长 0.8%，经常利润增长 4.7%，还是低速增长的一年。到 2027 年 3 月期一季度（4–6 月），营业利润同比上升 28.6%；7 月 31 日公司把全年经常利润指引从 86 亿日元上调到 105 亿日元；上半年销售额 1,635.43 亿日元，上升 14.9%，营业利润 53.04 亿日元，上升 64.3%，经常利润 55.82 亿日元，上升 58.6%，净利润 39.52 亿日元，上升 34.8%。

这段增长是经营性的。上半年特别收益只有 0.09 亿日元，上年同期是 5.70 亿日元，其中出售政策持股的收益 5.17 亿日元。过去五年（2022 年 3 月期至 2026 年 3 月期）经常利润在 62.63 亿至 81.62 亿日元之间，105 亿日元的全年指引比上一年高 28.6%，已经跳出这个区间。

但支撑这个新水平的，只有两个半年的数据。它有多少是周期因素，要看下面的反方证据。

01.3｜反方证据：公司点名的每个驱动因素都是外部周期变量

AI 服务器高功能材料需求、半导体零部件、有色金属价格、钢价、商用车产量，没有一项是公司自己赢来的份额。国内钢铁核心业务占上半年销售额的 56%，销售额同比持平，没有出现新的国内增长点。

若 AI 投资和金属价格同步回落，增长会消失，而成本和营运资金还在。公司没有公布敏感度系数，外部暴露只能从已观察到的分部反应判断：2026 年 3 月期终端需求稳定、材料价格下跌时，钢铁分部利润减

少 8.0%；2027 年 3 月期上半年销售额持平、价格回升时，钢铁分部利润增加 31.4%。普通股东通过这只股票，同时持有金属价格和 AI 资本开支两个敞口。

01.4｜什么会推翻这个判断

判断的核心检验是：2027 年 3 月期下半年和 2028 年 3 月期的财报，能否证明海外集团在金属价格和 AI 订单回落之后，仍守得住每年 40 亿日元以上的利润水平。守得住，计划中市净率 1.0 倍的目标仅靠净资产增长就够得着；利润减半，公司就退回经常利润 63 亿至 82 亿日元的普通贸易商。

研究期内的四项推翻条件是：海外集团年化利润低于 25 亿日元；2028 年 3 月期指引回到旧区间；fundnote 减持退出而公司没有任何让步；月线收盘跌破 2,187 日元后，又放量跌破 2,206 日元。任意两项出现，判断作废。这些线是按年化水平和价格平台设定的判断规则，不是预测；其中价格一项属于价格层面的观察，不改写独立的技术判断。

反过来，盈利上移同样不改写技术结论：两条线只对照时间和一致性，价格走势没有确认时，技术判断按它自己的证据成立。

02｜公司本质与商业模式

02.1｜佐藤商事是 1930 年创立、没有母公司的独立贸易商

佐藤商事株式会社（公司网站标注的英文名为 SATO SHOJI CORPORATION）是东证 Prime 市场的批发贸易公司，代码 8065，EDINET 登记号 E02535。1930 年 2 月创业，1949 年 2 月 5 日设立，注册资本 13.21 亿日元，社长野泽哲雄，合并员工 1,068 人（母公司 664 人）。

业务覆盖钢铁、有色金属、电子材料、机械、工具、生活用品、贵金属和珠宝、建设材料与环境产品，做国内销售，也做进出口。网点包括国内 41 处，以及遍布 11 个国家和地区的 21 家海外子公司。

公司没有控股股东或母公司。2026 年 9 月末登记在册的最大股东是信托账户（8.20%），其后是三信工业（7.70%）和客户五十铃汽车（7.00%）；其余主要由经营往来方、银行和个人持有，外国投资者只有 2.12%。以上身份和股东信息来自公司简介与 EDINET 衍生的汇总数据，没有读到登记机关级别的原始摘录。

02.2｜赚的是流通价差：毛利率 8.2%，扣掉费用后营业利润率 2.6%

2026 年 3 月期销售额 2,921.91 亿日元，销售成本 2,682.20 亿日元，毛利 239.71 亿日元，毛利率 8.2%；销售管理费 162.98 亿日元，占销售额 5.6%；营业利润 76.73 亿日元，营业利润率 2.6%。2027 年 3 月期上半年毛利率提高到 8.64%，营业利润率 3.24%。

这个价差要支付物流、库存风险、客户信用和加工。因为毛利率只有个位数，产品结构的小变化比销量更能移动利润：海外和电子业务的分部利润率在 6%左右，钢铁只有 2%上下（2026 年 3 月期 1.76%）。以 2026 年 3 月期销售额为基数，营业利润率每变化 1 个百分点，对应 29.2 亿日元营业利润。各分部的毛利率和客户层面的定价没有公开。

02.3｜上市公司本身就是经营主体，增量来自子公司

母公司单体 2026 年 3 月期销售额 2,407.64 亿日元，同比下降 0.2%；经常利润 52.40 亿日元，下降 2.5%；净利润 43.64 亿日元，下降 9.8%；自有资本比率 39.9%。合并口径销售额 2,921.91 亿日元、经常利润 81.62 亿日元，多出来的部分是子公司的贡献，而且越来越多来自新分部口径单列出来的海外集团。

这带来一个股东层面的问题：集团利润增长越来越多地产生在母公司之外，而子公司的财务数据、少数股东权益，以及利润能否顺畅回到母公司，都没有披露。

02.4｜基本面貌：靠关系和网络维持的价差机器，外加一层没验证过的新利润

耐久的部分是一台关系机器：62 处网点，由客户、供应商和银行持有股份的股东名册，以及一个让经常利润在价格上涨、价格下跌和需求轮动中仍维持在 63 亿至 82 亿日元区间的流通价差。2026 年新增的是海外 AI 相关利润层，占分部利润的 39%，两端都有周期，且建立在最薄的护城河层上，尚未被验证。

资产负债表是一台营运资金机器，靠贸易信用融资，在周期中持续修复：自有资本比率从 2022 年 3 月期的 33.2%升到 2026 年 9 月末的 43.2%。政策持股带来的资本拖累，使 ROIC 停在 5%左右。对股东来说，核心业务按区间利润估值，新增利润当作一份 2027 年 2 月财报时行权的期权，下行以区间利润和资产为参照。耐久性的未知项：新利润层能否持续尚未证明，护城河判断靠推断，新分部口径的历史从 2027 年 3 月期才开始积累。

03｜产品、客户与供应链

03.1｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

国内钢铁和有色的需求，锚在商用车（卡车、巴士）和建设、工业机械上，这是一个靠更新驱动的周期。增长部分锚在 AI 数据中心和半导体的资本开支上，这是另一个周期。两者没有关联，却一起决定了整张利润表。

商用车产业是国内基本盘的总变量：卡车产量下滑，钢铁价差下面的销量就会塌，而目前国内没有任何新的产品结构能替代它。AI 服务器高功能材料与半导体、液晶、硬盘材料的需求，则是增长部分最不受公司控制的变量，它的资本开支周期，将决定这次上移到底是不是结构性的。客户层面的收入占比，以及 AI 相关业务占电子和海外收入的比例，都没有披露。

03.2｜钢铁利润是价差，不是销量：同一个销量产生了相反方向的利润

钢铁是销量核心：2026 年 3 月期销售额 1,758.23 亿日元，占合并销售额的 60.2%，但分部利润下降 8.0%，只有 30.95 亿日元，利润率 1.76%，原因是材料价格下跌，而主要客户行业的需求并不弱。2027 年 3 月期上半年，钢铁销售额 912.53 亿日元，与上年持平，分部利润却上升 31.4%，达到 18.74 亿日元。

同样的销量基础，两个期间的利润方向相反，说明钢铁利润主要由价格价差决定。有色金属更明显：上半年销售额 185.49 亿日元，上升 52.9%，分部利润 2.20 亿日元，上升 99.1%，价格飙升放大了这一结果；库存大约相当于 37 天销售额，决定价格传导的时间差。各分部的持有周期和每日元价格变动对利润的敏感度没有披露。

03.3｜海外集团已是利润中心，但只占销售额的五分之一

新分部口径下，海外集团 2027 年 3 月期上半年分部利润 20.52 亿日元，同比上升 124.9%，占全部分部利润 52.80 亿日元的 38.9%；销售额 320.60 亿日元，上升 44.2%，只占合并销售额的 19.6%，分部利润率 6.4%，上年同期为 4.1%（销售额 222.35 亿日元，利润 9.12 亿日元）。驱动是 AI 服务器高功能材料，以及半导体、液晶、硬盘材料贸易。公司把海外集团单列为分部，本身就承认集团的重心已经移到海外。

比较增长率时要先对齐口径。旧口径下，2026 年 3 月期电子分部销售额 526.89 亿日元，上升 20.8%，分部利润 32.18 亿日元，上升 44.0%，利润率 6.1%，是六个分部中最高的，里面同时包含国内和海外的 AI 相关业务。

新口径下，同一类业务被拆成两块：上半年海外集团 20.52 亿日元，国内电子 6.10 亿日元。跨口径直接比较增速，会高估或低估变化。

一季度重述后的海外集团销售额从 101.59 亿日元升到 147.35 亿日元，利润从 3.35 亿日元升到 8.33 亿日元。

海外集团 20.52 亿日元里价格、销量和结构各占多少，以及 AI 相关业务占海外集团的比例，公司都没有披露；集团内各子公司的财务数据也不公开。

03.4｜从 AI 投资到指引上调的传导链

AI 数据中心和半导体需求，拉动海外子公司的高功能材料销售上升 44%（上半年）；海外分部利润上升 125%，占集团分部利润的 39%；这直接带来 7 月的指引上调、创纪录的上半年业绩，以及已经高于中期计划目标的全年指引。

链条每一环都有数字支撑，但最关键一环——利润里价格和销量的比例——没有披露。因此这条传导链显示了上移已经发生，没有说明它有多少依赖材料紧缺时的涨价。

03.5｜价格与销量拆不开，第一份全年海外数据要等到 2027 年 5 月

金属涨价会同时抬高销售额和价差，公司也没有披露吨数，所以无法把 20.52 亿日元拆成价格、销量和结构。拆分结果决定这次上移是结构性的还是周期性的，只能通过之后几期的分部利润率行为，或者任何销量披露来间接推断。

新分部口径的历史从 2027 年 3 月期才开始积累，第一份海外集团全年利润要等 2027 年 5 月的财报。到那时之前，对持续性的讨论只能建立在两个半年的数据上。

04｜竞争格局与产业关系

阪和兴业是最大的独立钢铁贸易商，业务覆盖同样的钢铁、有色和材料流通，在日本和亚洲都有布局。它的规模和市场估值，是判断市场愿意为大规模钢铁流通付多少钱的天花板参照。这次研究没有重建同业估值表，所以只能说它框定了重估讨论的上限，没有给出具体倍数。

冈谷（Okaya & Co.）总部在名古屋，同在中部工业带，客户行业相近、产品组合相似、股东结构类似，且长期处于市净率 1.0 倍以下，是最接近的可比公司。它的走势能说明，这一类贸易商的重估靠的是

资本政策，还是只靠盈利周期。神钢商事（Shinsho）是神户制钢集团的贸易商，母公司决定了不同的股东结构逻辑，反过来衬出佐藤商事“独立加交叉持股”这一组合有多少特别。

公司与这三家的中标、失标和份额数据都没有公开；神钢商事这次也没有做量化比较。

05｜护城河判断

05.1｜护城河有三层，耐久度各不相同

第一层是物理网络：国内 41 处、海外 21 处的网点，有靠近客户的堆场、本地加工和配送能力，建立和失去都很慢。第二层是关系网：客户、供应商和银行持股构成的股东名册，在交叉持股时代持续期间有效，而这个时代正在被监管政策终结。第三层是稀缺材料的供货能力，AI 相关优势属于这一层，是真实的，但借自供给紧张。

2022 年 3 月期到 2026 年 3 月期，经常利润在 63 亿至 82 亿日元区间内，走过一轮价格上涨和一轮下跌，这是前两层有韧性的实证。但护城河评估本身靠推断，没有客户留存率、钱包份额或定价权的公开数据可以验证。

05.2｜增长最快的利润层，站在最弱的护城河层上

最新、增速最快的利润来源——海外 AI 材料——靠的是稀缺材料的获取，也就是三层中最脆弱的一层；最老的来源——为卡车做的钢铁——靠的是网络和股东关系，这是最强的一层。集团的耐久性是一个加权平均，权重恰恰在利润上台阶的同时，向脆弱的一层倾斜。

因此 2027 年 3 月期上半年，报告的增长和特许经营权的耐久性是反方向移动的。这意味着已报告的增长，高估了持久竞争力的提升程度。检验办法是海外集团的利润率能否熬过供给正常化；而价格与销量的拆分没有披露，所以这项检验目前无法做。

05.3｜这家公司没有技术壁垒，靠的是供货渠道和材料知识

作为贸易公司，它没有制造研发，财报也没有研发费用这一项。技术资本是材料知识和网络物流能力，中期计划把数字化放在至少 150 亿日元投资的范围里。技术通过客户和制造商的创新（AI 服务器、电动化车辆）间接传导到利润表，公司的优势是拿到稀缺新材料的渠道，而不是发明。

因此不应按技术溢价估值，只应按供货渠道和专业知识估值，这两样都是制造商随时可以重新分配的关系资产。制造商对稀缺 AI 相关材料的分配政策不公开，供应商集中度也没有数据。

06｜财务质量与现金流

06.1｜2026 年 3 月期全面创纪录，但利润增长已经由电子业务带头

2026 年 3 月期（2025 年 4 月至 2026 年 3 月）四项主要指标全部创历史新高。销售额 2,921.91 亿日元，营业利润 76.73 亿日元，经常利润 81.62 亿日元，净利润 65.68 亿日元（同比上升 9.2%）。ROE 9.1%，第三次中期经营计划的最后一年目标全部完成。

分部上，钢铁贡献 60%的销售额，利润反而下降 8.0%到 30.95 亿日元；电子分部利润 32.18 亿日元，上升 44.0%，成为利润最大、增速最快的来源，原因是生成式 AI 通信基础设施需求，以及半导体、液

晶、硬盘材料出口大增。旧口径下的电子同时混合了国内和海外贸易，新口径的完整年度历史要到 2027 年 3 月期才有，所以这一基准年的分部比较要带着口径保留。

06.2｜上半年增长在营业层面是干净的，7 月上调幅度揭示了拐点的突然

一季度净利润下降 8.7%，营业利润却上升 28.6%，原因是上年同期有 4.89 亿日元出售政策持股的收益（特别收益合计 5.39 亿日元），今年同期特别收益只有 0.01 亿日元。上半年特别收益降到 0.09 亿日元，税前利润 54.97 亿日元只比经常利润 55.82 亿日元低 0.85 亿日元，净利润增长 34.8%是这家公司近年最干净的一次。基数效应因此只压低了一季度的净利润，没有污染上半年的结论。

7 月上调幅度很大：全年经常利润指引从 86 亿日元提高到 105 亿日元，上调 22%，距 5 月制定只过了十周；上半年计划经常利润从 40.5 亿日元提高到 51 亿日元，上调 26%。海外和 AI 需求的拐点，在 5 月做计划时，连管理层自己都没有看到。这支持了拐点是真实的，也说明它来自公司之外。

06.3｜净利润会被政策持股出售放大，经常利润才是可比口径

出售政策持股的收益在这家公司的净利润里反复出现：2025 年 3 月期 8.72 亿日元，2026 年 3 月期 7.40 亿日元，仅 2026 年 3 月期一季度就有 4.89 亿日元。年度之间的净利润比较，在收益年度会被放大，在基数年度会被压低。

更干净的口径是经常利润，2022 年 3 月期至 2026 年 3 月期落在 63 亿至 82 亿日元之间。2027 年 3 月期要回答的问题，就是 105 亿日元的经常利润是新水平，还是一次周期性冲高。2028 年 3 月期是否再出现带收益的利润，取决于公司没有披露的持仓处置决策。

06.4｜分部从六个变成七个，增长率不能直接跨口径比较

2027 年 3 月期起，海外子公司从按商品拆入六个分部，改为单列为海外集团，国内网点同时重新归类，分部变成七个，上年数字已按新口径重述。完整的七分部全年历史从 2027 年 3 月期才开始积累。

这种口径变化，加上上面的收益年度影响，以及按公式计算的股息和报告每股收益之间的错位，都是读数字时的陷阱，不涉及不当会计。公司披露的特别损益明细和重述后的比较数字提供了校正办法；未发现审计保留意见、重述或更正报告，按日本会计准则编制，应收账款准备金 2.87 亿日元，规模小且稳定。按报告每股收益计算的派息率，会误判公司的实际政策比率；推算所用的视同税率没有公布，税务细节不可得。

06.5｜经营现金流是应付账款的时点变量，不是盈利质量的判决

2026 年 3 月期税前利润 88.19 亿日元，经营现金流只有 13.86 亿日元，因为应付账款减少 44.16 亿日元。2027 年 3 月期上半年经营现金流 69.12 亿日元，则因为应付账款增加 58.16 亿日元，同时应收账款增加 35.61 亿日元。同一个科目在连续两个期间朝相反方向移动，现金流因此不能当作利润好坏的结论。

上半年的现金回笼大约 61 亿日元用于偿还借款，说明在应付账款配合时，利润能转成现金并用来降低短期债务。一年的现金好坏信息量有限，真正有意义的是累计转化率，以及连接两者的债务余额。五年累计现金转化率没有算出来；新利润水平下的正常化现金转化，要等 2027 年 5 月全年财报才能给出初步答案，目前没有应收账款和库存天数的目标可对照。

06.6｜营运资金比全部固定资产还大，增长要先垫钱

2026 年 3 月期末，应收账款（含电子记录债权）合计 87.6 亿日元的十倍，即 876 亿日元左右，相当于 110 天销售额；存货 301.78 亿日元；应付账款和电子记录债务合计 548 亿日元。净贸易营运资金 630 亿日元左右，超过全部固定资产（520.37 亿日元），是集团最大的资金占用。按 2026 年 3 月期销售额推算，每增加 100 日元销售额，大致要占用 20 日元营运资金，在价格和销量上升时先吞现金，后才有回报。

这解释了为什么利润和经营现金流经常脱节。应收账款账龄、客户集中度、信用保险覆盖范围以及各分部的周转天数，公司没有披露。

06.7｜资金来自贸易信用和短期借款，资产负债表在持续修复

2026 年 9 月末，短期借款 301.20 亿日元，长期借款只有 3.06 亿日元，对应 607 亿日元的应付账款（含电子记录债务）；2026 年 3 月期支付利息 4.20 亿日元。这是日本贸易公司的常见结构，也把融资成本和可得性绑在银行关系和周期上，主要往来银行包括瑞穗、三菱 UFJ、三井住友、理索纳和常阳。授信余量和契约条款没有披露。

资产负债表在同期持续改善：自有资本比率从 2022 年 3 月期的 33.2%逐年升到 2026 年 3 月期的 42.3%，2026 年 9 月末 43.2%；2027 年 3 月期上半年借款从 365 亿日元降到 304.26 亿日元，净有息负债从 305 亿日元左右降到 251 亿日元左右。现金流量对债务比（26.3 年）和利息保障倍数（3.5 倍）波动剧烈，因为分母（经营现金流）取决于营运资金时点。

表外义务和契约条款没有量化。偿债压力不是主要矛盾；该看的是应付账款和短期借款一起的走势。

06.8｜ROIC 近 5.0%，ROE 9.1%，市净率 0.64–0.78 倍就是这样定价的

按 2026 年 3 月期数据估算：税后营业利润（NOPAT）54 亿日元上下，投入资本 1,070 亿日元上下（净资产 766 亿日元加净负债 305 亿日元），ROIC 近 5.0%，低于公司计划的 6.0%目标，也接近合理的资本成本。ROE 为 9.1%，五年区间 8.2%至 11.7%。

如果新增利润持续，ROIC 会在不增加新资本的情况下自动越过目标；如果不持续，回报就留在资本成本附近，折价就是应得的。这里的 ROIC 含推算所用的视同税率，公司没有公布自己的 ROIC 口径。0.78 倍是 2026 年 10 月 2 日（股价 2,935 日元）的市净率，0.64 倍是 11 月 6 日股价 2,470 日元时的数字。

06.9｜汇率暴露在利润表上看不出来，但缺少披露

2027 年 3 月期上半年汇兑收益 0.90 亿日元，上年同期汇兑损失 0.81 亿日元，相对 55.82 亿日元的经常利润几乎可以忽略。但敏感度表、对冲政策和海外业务的币种构成都没有披露；换算差额体现在净资产里。

相对前面几项周期暴露，宏观和汇率是次要变量，只有当海外净资产暴露增长得远快于对冲习惯时才会升到首位。这个判断是从结果推断的；2027 年 3 月期有价证券报告书的衍生品附注，是下一份可对照的证据。

07｜股东、董事与治理

07.1｜股东名册由客户、供应商和银行持股构成，外国投资者只有 2.12%

前十大股东合计占扣除库存股后股数的 42%左右。信托账户（Master Trust Bank）8.20%，三信工业 7.70%，五十铃汽车 7.00%。两位个人股东 3.0%和 2.5%，NOK 3.00%，日本 CMK 3.00%，理索纳银行 2.70%，三原不动产 2.60%，三阳特殊制钢 2.40%。按持有人类别，金融机构 20.30%、其他法人 39.41%、个人 37.28%、外国法人 2.12%、证券公司 0.89%，股东 6,799 人。

这是一份为业务稳定而设计的名册，不是为流动性或指数纳入。它历史上使管理层较少受到市场约束，也压低了实际流通盘和外资比例，所以有效流通盘远小于发行股数。对股东来说，价格发现会是间歇性的，治理变化更可能靠协商，而不是靠表决。

07.2｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

五十铃汽车（7.00%，145.1 万股）既是前三大股东，也是核心客户行业的代表，是名册交叉持股逻辑最清楚的例子：持股为稳定贸易，贸易又为持股提供理由。这类股东不会因价格而卖出，也不会推动资本政策变化，同时把股权故事绑在卡车产量上。合同细节没有公开。

NOK（3.00%，61.9 万股）是商用车供应网内的汽车零部件制造商；日本 CMK（3.00%，61.2 万股）是国内电子层压板业务客户侧的印刷电路板制造商，据研究线索，fundnote 也在 CMK 建了大额持股，这一点在本次研究中没有独立核实，若属实，意味着这是一场跨供应链的资本效率行动，而不是单个公司的交易；三阳特殊制钢（2.40%，49.9 万股）是钢铁分部供应商侧的特殊钢制造商。贸易量和分配条款均未披露。

三信工业（7.70%，159 万股）是非信托账户中最大的持有人，它与创业家族的关系，在已读资料中没有确认。如果与家族有关，它是名册的锚定板块，也是外部提案的直接对手方；否则实际流通盘比看上去要大。

07.3｜fundnote 是第一个有能力和这套结构谈判的外部经济持有人

fundnote 持有的是由 Kaihou（与投资人井村俊哉相关）提供投资建议的投资信托资产。2026 年 5 月 22 日提交的首份大量持股报告显示持股 5.16%（义务发生日 5 月 15 日）；7 月 7 日的变更报告显示升至 6.29%（6 月 30 日）。申报的目的是在《尽职管理守则》框架下，通过建设性对话推动投资者关系、资本效率和治理，同时保留改为“重要提案”的权利。

这三个议题恰好对准名册里最显眼的弱点：Prime 市场公司偏少的投资者关系披露、0.6 至 0.8 倍市净率加 236.73 亿日元政策持股、没有可谈判的控股股东。6.29%按全部发行股份计算，如果按 2026 年 9 月名册对比，仅次于信托账户和三信工业。因为股份在信托账户里，它不是 9 月名册上的具名一行。

6 月 30 日之后的最新持股和意图未知：到 11 月 9 日为止，在所查阅的 EDINET 报告新闻中没有找到减持报告，这是证据缺口，不是确认退出。它的下一份变更报告本身就是治理事件，会影响政策持股和市净率目标的重新定价。

07.4｜管理层的交付记录干净，争议在持续性和资本，不在能力

第三次中期计划最后一年的目标全部完成，2026 年 3 月期四项主要指标创纪录；第四次中期计划第一年就以上调指引和创纪录的中期业绩开局。管理层的盈利兑现能力不是争议所在，资本方面的可信度要靠行动证明。

董事会构成、独立性和薪酬设计这次没有检查，是治理判断里没有覆盖的部分。

07.5｜股东名册和股价走势在这只股票里是同一个机制

让价格发现被压抑了几十年的交叉持股名册，也让 2026 年的价格脉冲在两个方向上都很猛：有效流通盘很薄，6.29%的买入被放大成一次大幅价格偏移，买入暂停后又变成创纪录成交量的下跌。治理与价格行为在这里是一个问题。

对股东的含义是价格风险就是名册风险：围绕大量持股报告和公司公告，会有间歇性发现和跳空。这个联系是按时间顺序推断的，fundnote 目前的持股也未知。具体的价格表现见技术结构一章。

08｜资本政策

08.1｜第四次中期经营计划：盈利目标第一年就被超过，估值目标仍落空

第四次中期经营计划（2026 至 2028 年度，愿景“The power to connect”）于 2026 年 5 月 8 日公布，设定 2029 年 3 月期的目标。销售额 3,200 亿日元，营业利润 90 亿日元，经常利润 92 亿日元。ROIC 6.0%，ROE 不低于 8.0%，市净率不低于 1.0 倍，三年累计投资不低于 150 亿日元。

全年指引已经是销售额 3,250 亿日元、经常利润 105 亿日元，高于计划最后一年的目标；但市净率只有 0.64 倍，ROIC 推算近 5.0%，都低于目标。盈利这条腿已被超过，估值这条腿在落空。市场并不怀疑公司能赚钱，它拒绝为这笔利润会持续、会转化为股东回报而付钱。计划是否会上修尚未可知。

08.2｜股息是公式的输出，会随经常利润上下浮动

股息规则是视同净利润（经常利润扣除视同税）的 30%以上，从 2027 年 3 月期起，下限改为净资产股息率（DOE）2.7%。此前的政策是同样的 30%条款加每股 76 日元的下限；2026 年 3 月期年股息 82 日元（中期 38 日元、期末 44 日元），派息率 26.1%。

2027 年 3 月期预测 105 日元（中期 50 日元已发放、12 月 2 日起支付，期末 55 日元），比上年高 28%。这恰好是 30%条款的算术结果。按指引经常利润 105 亿日元、税率 30%推算，视同净利润 73.5 亿日元，30%为 22.05 亿日元，折合每股 106 日元左右。DOE 下限只支撑 80 日元左右。当前起约束作用的是 30%条款，所以股息把经常利润的金属价格和 AI 周期含量原样传给股东，利润回落时，股息同步缩减。视同税率公司没有公布，这里只是算术核对。

08.3｜政策持股是公司里最大的一笔资本配置，相当于贸易商里的一家投资公司

2026 年 9 月末投资有价证券 236.73 亿日元，占净资产 30%左右，2026 年 3 月期末为 228.49 亿日元（占净资产 29.7%）；其中未实现收益 125.67 亿日元计入其他综合收益，2026 年 3 月期收到股息 6.78 亿日元。出售持股产生的收益 2025 年 3 月期 8.72 亿日元，2026 年 3 月期 7.40 亿日元。

它同时是隐含资产、报告利润波动的来源，也是不用于贸易的最大一块资本。若变现，会拿回约 30%净资产的现金；按 0.64 倍市净率，股东是在折价买入这块资产，而它的存在理由会随股东名册现代化而减弱。哪些股票会先卖、税务损耗是多少、具名持仓，都没有披露；也没有公布任何削减目标或时间表，最终规模没有给出。

08.4｜回购只是小渠道，在 0.64 倍市净率下仍然很小

回购金额 2025 年 3 月期 3.23 亿日元，2026 年 3 月期 7.35 亿日元，库存股从 813,079 股增至 1,090,009 股，占发行股数的 5.0%，2026 年 9 月末小幅处置后为 1,071,077 股（4.9%），没有披露注销。两年回购金额大约相当于市值的 1.4%。股东回报几乎全部通过公式股息发放，稀释可以忽略：摊薄后每股收益 310.19 日元，对比基本每股收益 314.18 日元。

两件事没有解释：为什么在市净率 0.64 倍时回购仍然很小——这本是缩小折价成本最低的办法；库存股和 13.21 亿日元注册资本的最终处理方式，注销、留作并购对价还是逐步处置，对每股净资产的轨迹含义不同。回购授权上限也没有披露。

08.5｜资本开支接近维持水平，150 亿日元的投资承诺尚未体现

2026 年 3 月期有形资产购置 22.88 亿日元，折旧 13.91 亿日元；2027 年 3 月期上半年购置只有 2.83 亿日元，折旧 6.71 亿日元。第四次中期计划承诺三年至少 150 亿日元的投资，远高于近期的维持性水平，推断是针对海外产能、系统和并购等增长项目，而不是更新支出。这一资本部署的跃升还没有出现在现金流量表里。

低资本开支保护了自由现金流；一旦真正的投资增加，会在资本部署和回报上留下清楚的、可检验的变化。150 亿日元背后的项目明细没有公开。

08.6｜利润抬高了，股东回报率未必同步：同一笔利润从两个角度看

236.73 亿日元政策持股（占净资产 30%左右）加上 251 亿日元左右的净负债，把 ROE 压在 9%附近、ROIC 压在 5%附近，低于计划自己的 6.0%目标。回购规模太小，没法按一个参与提案的股东会要求的速度，在 0.64 倍市净率下提高每股净资产。

从利润表看，同一笔经常利润产生 4.25%的公式股息；从资产负债表看，同一笔利润要穿过政策持股、251 亿至 305 亿日元净负债和 630 亿日元营运资金，所以同时产生了低于 1.0 倍的市净率。这是同一件事——资本配置——从两个角度的表现。因此盈利提高本身不足以消除估值折价，需要资本政策的实际动作发生变化。折价里回报拖累、资产拖累、流通盘薄和持续性怀疑各占多少，无法估算。

08.7｜政策压力是一道棘轮，计划与外部提案指向同一批杠杆

起约束作用的政策力量来自治理一侧：东京证券交易所对低于 1.0 倍市净率公司的资本效率要求（计划里的市净率目标是对它的回应），以及《公司治理守则》要求减少交叉持股。fundnote 的议题援引的是同样的压力。没有发现与业务相关的营业许可、价格管制或贸易限制。公司内部的交叉持股减持路线图没有公开。

计划自己的杠杆（市净率 1.0 倍以上、ROIC 6.0%、150 亿日元投资）和外部提案的议题（投资者关系、资本效率、治理），是从内外两侧指向同一批杠杆。分歧在节奏和主导权，不在方向，政策压力还会像棘轮一样，即使外部股东退出，也迫使管理层继续回答折价问题。方向是确定的，价值能否被股东拿到，取决于回购、政策持股和注销这些动作的时点与形式；计划是否修订、持股削减目标和回购规模都没有披露。

09｜估值与安全边际

09.1｜估值简报：2026 年 11 月 6 日收盘，口径要分清

股价 2,470 日元（2026 年 11 月 6 日收盘，研究资料截止 11 月 9 日）。总市值 538.4 亿日元（全部 21,799,050 股已发行股份）。

预测市盈率 6.3 倍，按修订后 2027 年 3 月期每股收益 391.04 日元。实绩市净率 0.67 倍，按 2026 年 3 月期末每股净资产 3,700.93 日元。

ROE 9.1%（2026 年 3 月期实绩）。预测股息率 4.25%（年股息 105 日元）。

EV/EBITDA 8.7 倍：EV 789.6 亿日元，为总市值加 2026 年 9 月 30 日净有息负债 251.19 亿日元；EBITDA 90.64 亿日元，为 2026 年 3 月期营业利润加折旧。

口径差异需要说清。文中另一组数字——市净率 0.64 倍、总市值 512 亿日元——用的是 2026 年 9 月末每股净资产 3,866 日元和扣除库存股后的股数；0.67 倍和 538.4 亿日元则用 2026 年 3 月期末的每股净资产和全部发行股份。两组都保留，引用时要点明分母。EV/EBITDA 的分母是上一年度数字，上半年盈利已大幅走高，所以这个倍数高估了相对当前盈利的水平。

09.2｜价格几乎没有给持续性定价，折价是对新增利润的折价

按 2,470 日元：预测每股收益 391.04 日元对应 6.3 倍，2026 年 3 月期每股收益 314.18 日元对应 7.9 倍，2026 年 9 月末账面对应 0.64 倍，预测股息率 4.25%，扣除库存股的总市值 512 亿日元。这组倍数与一种情形一致：市场在以低倍数资本化新增利润，同时给资产打折，等于对持续性几乎零定价。

用正常化盈利换算，答案更清楚。去掉政策持股出售收益后，常态经常利润 70 亿至 80 亿日元，视同净利润 50 亿至 56 亿日元，同一价格相当于 9 至 10 倍的常态盈利。2027 年 3 月期指引的净利润 81 亿日元，比这个常态水平高出一半。所以折价首先是对新增利润的持续性折价，而不是单纯的资产折价；折价缩小一半，在利润不变的情况下大致值 30%的价格空间。

两处限制：同业市盈率与市净率表这次没有重建，所以折价里各因素的占比无法拆开；常态区间本身包含了这五年里经历的金属价格周期，价格与销量的分解在公开数据里做不到。

09.3｜资产垫子：土地和证券都没有经过评估

每股净资产 3,866 日元（2026 年 9 月末）的背后，是按取得成本入账的土地 143.68 亿日元，以及已按市价计价的 236.73 亿日元证券。申报文件里没有土地评估，没有做过房地产估值，所以 0.64 倍市净率是对一个保守入账、但未经验证的资产基础打出的折价。

土地支撑着 41 处国内网点，不能自由变现；证券若变现，会拿回约 30%净资产的现金，但税务损耗和哪些持仓先卖都没有披露。资产给下行提供了一部分安全边际，大小无法量化。

09.4｜下行情形：回到旧区间，仍有 9 至 10 倍常态盈利和资产托底

下行参照包括：每股净资产 3,866 日元对 2,470 日元的股价；按市价计价的证券；43.2%的自有资本比率；随销售额缩小的贸易形式债务；公式下限支撑的 4.25%股息率；以及 2022 年 3 月期至 2026 年 3 月期不低于 63 亿日元的经常利润。即使利润回到旧区间，也还有约 9 至 10 倍的常态盈利，外加三分之一左右的资产。

现实的下行是时间和回到区间盈利，不是资产受损，仓位大小应当据此确定。这里没有做清算分析，客户破产压力下的应收账款质量也没有资料可查。

09.5｜没有机构一致预期可对照，公司指引就是预期基准

这家小型股没有找到机构分析师的一致预期，能找到的是散户侧的独立分析和市场新闻，所以公司指引，结合近五年的进度率，才是实际的预期基准。付费研究这次没有逐一核实。指引上调和 fundnote 的文件，因此直接推动股价。

2026 年 10 月一篇独立比较给出了这场估值争论：10 月 2 日股价 2,935 日元时市净率 0.78 倍，一家半导体贸易同行为 1.75 倍，作者把差距归因于盈利兑现的节奏和市场对其持续性的判断；到 11 月 6 日，市净率又回落到 0.64 倍，而盈利指引还在上调，折价反而重新扩大。

指引本身是一把两面的尺子：它既可能是保守，也可能是真正的谨慎，两种读法都应当相信，而股价要越过的是第二种，具体的下半年门槛放在风险与催化剂一章展开。

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｜二十年停在 1,500 日元以下，2026 年被拉到 4,095 日元，两个月又退回四成

本章只看价格自身。观察日为 2026 年 11 月 9 日，数据为 2001 年 1 月至 2026 年 10 月的 310 根原始月线，未复权，没有发现拆股造成的断层；10 月月线只到 10 月 27 日，收盘 2,786 日元；最新收盘取 2026 年 11 月 6 日的 2,470 日元。

要回答的问题是：在 1,500 日元以下停留了二十多年之后，价格一路涨到历史高点 4,095 日元（2026 年 8 月 17 日），两个月内回撤约四成，现在的 2,200–2,800 日元箱体，是确认涨幅的新平台，还是整段往返的中点？

先看价格事实。历史低点 223 日元出现在 2002 年 11 月；2005 年冲到 1,774 日元，2007 至 2020 年每年最高价都在 570 至 1,381 日元之间，2020 年低点 642 日元。

310 个月收盘里，64%低于 1,000 日元，只有 13 个月收盘在 2,000 日元以上，全部在 2025 至 2026 年，2,500 日元以上的月收盘只有 6 个，全在 2026 年。2023 至 2025 年全年最高价逐年抬高：1,615、1,852、2,304 日元，2025 年收在 2,253 日元。

2026 年的路径如下。3 月低点 2,206 日元，4 月收 2,743 日元。5 月最高 3,400 日元、收 3,240 日元，6 月回落 13%收 2,813 日元。7 月收 3,250 日元，8 月最高 4,095 日元、收 3,680 日元。9 月收 2,950 日元（下跌 19.8%），10 月（未完成）收 2,786 日元（再跌 5.6%），低点 2,631 日元。从 3 月低点到 8 月高点上涨 86%，用了五个月；从高点到 10 月低点回撤 36%，只用了两个月。

成交量也说明了同样的故事：8 月高点月成交 132.37 万股；9 月成交 315.01 万股，是 310 个月里最大的单月成交，相当于全部发行股份的 14.5%换手一遍，发生在从高点往下走的路上。作为对照，2025 年全年成交 580 万股，2026 年前十个月 1,160 万股。2026 年的月线波幅达到 600 至 880 日元，历史常态在 100 日元左右。

10.2｜价格已经离开旧区间，但新区间还没有站稳

先给这一章的状态起个名字，全章只用这一个：高位回撤整理，指价格自历史高点回落约四成，目前停在一个箱体里，既没有确认新的更高区间，也没有回到旧区间。当前状态就是这个。

用月线收盘价算均线：12 个月均线 2,764 日元，24 个月均线 2,187 日元，60 个月均线 1,703 日元，其中 10 月用的是未完成月线收盘。价格 2,470 日元，落在 12 个月与 24 个月均线之间。

24 个月均线与 3 月低点 2,206 日元几乎重合，所以 2,187–2,206 日元是第一个真正的支撑位；紧挨着上方有 2025 年的收盘区（2,253 日元左右）；再往下是 60 个月均线 1,703 日元和 2023 至 2024 年的高点带 1,615–1,852 日元。60 个月均线以下的旧低价区，已经不再约束价格。

走势形态是台阶式上行、电梯式下行：上行从 3 月低点到 8 月高点用了五个月，中间只在 6 月和 9 月休整；下行则在 9 月以创纪录的成交量、10 月以接近纪录的成交量连续走低。慢上快下的形态，通常需要一段时间整理，而不是 V 形回升，因为顶部释放的筹码要在每一级平台上找新的持有人。

8 月到 9 月的冲高在 4,095 日元失败，且伴随历史最大的成交量。在 2,900 日元到 4,095 日元之间买入的人，每次价格靠近都面临解套卖盘；这份失败脉冲留下的压力，随着价格在下方停留的时间增加而减弱，要么价格完整回踩 2,187–2,206 日元平台并守住，要么出现足以重新带动买盘的外部消息（2027 年 2 月财报是已排定的候选），才会真正消除。

几项条件性指标目前都不能下结论。收复一半跌幅所需的时间无法测量：从 4,095 日元起的回撤发生不到三个月，还没有一次反弹能守住月线收盘，10 月下旬向 3,045 日元的那次反弹被卖掉了，现在硬给一个数就是制造精度。

价格在箱体附近只停留了 9、10 两个月，时间太短，还不能称为稳定运行区间；只有 2027 年 2 月财报窗口前后月线收盘反复落在箱体内，才能升级这一判断。压缩也不存在：2026 年的波幅扩张正是压缩的反面，以后若月线波幅在箱体内连续收窄两三个月，才是价格重估告一段落的第一个信号。

均线组合给出的位置是回踩：价格在 12 个月均线（冲高时的趋势线，现在变成上方压力位）下方，在 24 个月均线（上移的底部均线，现在是箱体的底）上方，远高于 60 个月均线（旧区间的重心，已不再受争夺）。均线组合的含义是：上移没有被推翻，冲高也没有恢复，价格正在箱体里决定是平台还是整段往返。

就价格上移的质量而言，这次上移的质量偏低：它在放量中冲到高点，又在创纪录的成交量中被派发。短期内，上方供给仍强于其他力量，而随着停留月份增加，被套持有人要么卖出，要么重新锚定，这种压制逐月减弱。

10.3｜高点放量留下的套牢区在 2,900–3,700 日元，反弹进入这一带会遇到卖盘

9 月月线的区间是 2,901–3,740 日元，加上 6 月至 8 月的成交区域，在 2,900 至 3,700 日元之间留下了一片套牢筹码：高位买入的持有人在这里等待解套，每次反弹进入这个区域，都会遇到想卖的人，直到时间或新的消息把它消化掉。

把 9 月的天量读成高位派发，是价格层面的推断，它对上面的技术状态只是补充，没有重新定义它。

10.4｜价格对公开信息的反应：先追买入资金，后卖掉创纪录的业绩

以上价格状态独立形成之后，再看价格对几个已公开事件怎么反应。2026 年 5 月 22 日提交的大量持股报告之后，价格出现猛烈买盘，5 月 25 日盘中涨幅超过 9%；7 月 7 日披露持股升至 6.29%，发生在价格冲向高点之前；7 月 31 日指引上调之后，价格在三周内继续冲到 8 月 17 日的高点；11 月 5 日公布创纪录的中期业绩并维持指引，次一交易日（11 月 6 日）收盘 2,470 日元，较前一日 2,612 日元下跌 5.44%，成交 14.37 万股。

顺序说明，价格在冲高阶段对资金介入反应强烈，高点之后，对基本面消息的反应减弱，最近一次业绩被卖出而不是被买入。价格目前更多在为“谁在买”定价，而不是为公司赚了多少钱定价。11 月 6 日只是一个交易日，下跌究竟来自上方套牢盘，还是对下半年门槛的谨慎，是推断，不是已证明的归因。

放在时间顺序里看：价格上行时走在前面，5 月的持股报告引发重新定价，两个月后 7 月的指引上调才确认了盈利；价格下行时则落在后面，创纪录的上半年业绩在价格崩落之后才出现，并被卖出。价格结构的变化，早于后来被公开确认的基本面变化。下一个排定的事件（2027 年 2 月第三季度财报），遇到的是已经花掉乐观情绪的价格，是一个相当诚实的起点：确认性的数字可能重新带动买盘，数字落空时，下跌空间也比 8 月时小。

这一时间关系背后的名册机制，已在股东一章展开：有效流通盘很薄，6.29%的买入放大成一次大幅价格偏移，买入暂停后又变成纪录成交量的下跌。资金方与价格的联系是按时间顺序推断的，fundnote 目前的持股仍然未知。这一层名册机制只作为价格反应的背景，不重新定义也不压平上面独立的价格判断。

10.5｜技术上要看什么来确认，什么会推翻

图表与财报讲的是两个相反的故事：图表说重新定价失败（冲高、放量派发、业绩被卖），财报说重新定价成功（创纪录的盈利、上调的指引、愿意加码的锚定股东）。其中一方还早了一步：要么价格在箱体里整理，等待之后追认财报；要么财报印出的是一个周期高点，价格已经正确地打了折扣。这个矛盾就是投资问题的市场版本，用同一组证据来解：2027 年 2 月的财报和下一份持股变更报告。

独立性边界：盈利上移的基本面论点不改写这里的技术状态，两条线只对照时间和一致性；一个没有确认的技术判断，按它自己的证据成立。技术判断把握一般。

确认的价格证据：

（1）月线收盘在 2027 年 2 月财报窗口期内守在 2,200–2,800 日元箱体之内或之上，同时成交量回到正常水平，远低于 9 月的 315 万股。

（2）月线收盘重新站上 12 个月均线（当时重算，目前在 2,764 日元左右），即从下方收复冲高时的趋势线，而不是在下方测试。

（3）反弹进入 2,900–3,250 日元时放量，且没有立即全部回吐，说明套牢筹码在被吸收，而不只是被触及。

（4）2027 年 2 月财报当日对确认性的数字出现正向反应，即对基本面的反应恢复。

推翻或明显降级的价格行为：

（1）月线收盘跌破 2,187 日元（24 个月均线），并以放量收盘跌破 3 月低点 2,206 日元，说明箱体已失效，整段往返成为主要假设。

（2）fundnote 提交显示减持或退出的变更报告，这会撤掉推动上移上半段的资金方。

（3）连续第二次业绩公布后被放量卖出，即使数字是确认性的，说明压力来自名册本身的变化，而不是靠时间就能消化。

11｜风险与催化剂

11.1｜金属涨价先放大价差，再吃掉现金，下行时方向相反

最近的风险是外部周期同步转向，而成本和营运资金仍留在原地；公司点名的驱动因素没有一项是自己能控制的，也没有公布敏感度系数。

具体的传导链是：非有色和钢价上涨，先拉宽价差并带来库存持有收益（上半年有色利润上升 99%，钢铁上升 31%，销售额持平）；同样的价格也撑大应收账款和库存，在现金上先吞掉利润。2026 年 3 月期税前利润 88.19 亿日元、经营现金流只有 13.86 亿日元，就是这样的结果；应付账款负责融资，借款补缺口。

如果销售额和金属价格一路上升到 2028 年 3 月期，应收账款和库存会再吞掉利润，迫使短期债务上升或增长放缓：这种模式下增长先消耗现金，之后才产出现金。风险对称：价格下行时库存减值，价差收窄。2028 年 3 月期应付账款波动的方向现在无从预知。利润的价格收益，在周期转向之前不一定能转化为现金或股息能力。

11.2｜最近的一次检验：下半年门槛低得像保守，也可能是真的谨慎

11 月公司把全年指引维持不变，上半年经常利润 55.82 亿日元，已达全年计划的 53.2%，近五年同期平均进度只有 43.7%；第二季度（7–9 月）单季经常利润上升 97.2%，营业利润率从 2.3%升到 3.8%。指引隐含的下半年经常利润是 49.18 亿日元，同比只上升 5.9%，对比上半年的 58.6%，门槛低得很明显。

两种读法都成立：一是保守，为第三季度或全年再上调做铺垫；二是管理层自己对下半年金属价格和 AI 订单的谨慎。管理层在需求显现时上调很快（7 月），进度超前时又按住不动（11 月），指引是一把相当诚实的尺子，但两个方向都能切。这两种读法没有办法在现在区分，2027 年 2 月第三季度财报会给出答案；而当前价格把后一种读法当作上限。

11.3｜有日期的催化剂：每一个都在回答一个具体问题
第一，2027 年 2 月第三季度财报（日期按往年节奏推算，尚未公布），要对照下半年经常利润 49.18 亿日元的隐含门槛。第二，fundnote 任何改变 6.29%持股或持有目的的变更报告。第三，2027 年 5 月全年财报，若再次超出指引，持续性问题会被推到前台。2027 年股东大会季，是持有目的中升级条款隐含的最后期限。

除了股东大会季，其余日期都是根据历史节奏推断的，不是已确认的日程。

11.4｜什么会推翻这个判断，各自什么时候被检验
四项推翻条件的检验时间不一样：价格平台是否被跌破，每个月月线收盘都能看；fundnote 是否退出，任何时候一份变更报告就能回答；海外集团的年化利润，先由 2027 年 2 月财报，再由 2027 年 5 月全年财报检验；2028 年 3 月期指引回到旧区间，则要到 2027 年 5 月公布新一年指引。

四项里任意两项同时出现，判断作废。判断依据的是对年化水平和价格平台设定的规则，不是预测。

12｜反常识发现

这只股票没有需要单独标出的反常识结论。下面几处联系，是把不同章节对读之后才显出来的。

第一，增长最快的利润层站在最弱的护城河上，报告增长与特许经营权耐久性在 2027 年 3 月期上半年反方向移动。把海外集团的高增速直接当成竞争力提升，会高估持久性。

第二，折价是对持续性的折价，不是资产折价：同一个价格是 6.3 倍指引盈利，也是 9 至 10 倍常态盈利，折价的来源在两者之间的差距。

第三，指引是一把两面的尺子：53.2%的进度和 49.18 亿日元的下半年门槛都是真的，哪个更接近事实，只有 2027 年 2 月财报能回答。

第四，名册和价格是同一个机制：治理和价格发现在这家公司里不是两个领域。

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜未解问题按优先级排：最大的三个是 fundnote、价格与销量、下半年门槛
下面这些问题每一个都有可以回答它的具体文件或财报。最近的检验是 2027 年 2 月第三季度财报和 fundnote 的任何变更报告，下一个是 2027 年 5 月的全年财报。这些问题在目前没有合理的公开途径可以继续追查。

13.2｜fundnote 现在还持有多少，打算怎么做？
这决定治理这条腿是一场行动还是一笔交易。最后一份能找到的文件显示 2026 年 6 月 30 日持股 6.29%；到 2026 年 11 月 9 日没有找到减持报告，这是证据缺口，不是确认退出。股份在信托账户里，不是 9 月名册上的具名一行。任何方向的变更报告，或持有目的改为“重要提案”，都是这个名册里最有信息量的一份文件。

13.3｜海外集团的上半年暴增，有多少是价格，有多少是销量？

这是持续性问题的核心，因为金属涨价同时抬高销售额和价差。公司没有把 20.52 亿日元拆成销量、结构和价格，也没有吨数披露，所以没有答案；只能靠后续各期的分部利润率行为，或任何销量披露来解。

13.4｜隐含的下半年门槛撑得住吗？

指引隐含下半年经常利润 49.18 亿日元（同比上升 5.9%），而上半年是 55.82 亿日元（上升 58.6%）。2027 年 2 月第三季度财报会显示，这个低门槛是保守还是信息，也是持续性和指引可信度最近的一次检验。第三季度的披露日期尚未公布。

13.5｜第四次中期计划会上调吗？

计划最后一年的目标（销售额 3,200 亿日元、经常利润 92 亿日元）已被第一年的指引超过，市净率目标（1.0 倍以上）却仍未达到（0.64 倍）。若上调，会暴露管理层认为哪一条腿是真的：盈利，还是估值。管理层对修订时间没有表态。

13.6｜政策持股有没有减持目标？回购为什么这么小，库存股最终去哪？

236.73 亿日元政策持股（占净资产 30%左右）每年出售带来 7.40 亿至 8.72 亿日元收益，但没有披露最终规模或时间表。披露了减持路径，资产支撑和 ROIC 的讨论才有依据，以后的利润波动也会变。具名持仓在有价证券报告书里，这次只读到汇总层面。

另一项相关问题是：在 0.64 倍市净率下，为什么 2026 年 3 月期回购只有 7.35 亿日元。库存股（4.9%）和 13.21 亿日元注册资本的最终去向也没有说明，可能是注销、留作并购对价或逐步处置。每一种对每股净资产的轨迹含义都不同。公司也没有披露回购授权上限。

13.7｜新利润水平下的正常化现金转化是多少？

如果 2028 年 3 月期销售额再增长，营运资金会像 2026 年 3 月期那样吞掉现金，公司没有给出应收账款和库存天数的目标，没法判断这种占用是结构性的还是在改善。五年累计现金转化率没有算出来，2027 年 3 月期全年现金流要等 2027 年 5 月。

13.8｜海外集团按新口径的完整一年赚多少？

新七分部口径的历史从 2027 年 3 月期才开始累积，第一份海外集团全年数字要等 2027 年 5 月，这是检验年化 25 亿日元推翻线的第一个依据。在那之前，持续性的讨论只有两个半年的数据，而且这个日期在研究截止日之后。

13.9｜三信工业是谁，汇率暴露有多大？

三信工业（7.70%）是创业家族的持股主体、老贸易伙伴，还是金融持有人？答案决定实际流通盘和外部提案真正的对手方，已读的公开资料没有给出。

汇率方面，上半年 0.90 亿日元汇兑收益相对微小，但敏感度表、对冲政策和海外业务币种构成都没有披露，2027 年 3 月期有价证券报告书的衍生品附注是下一份可核对的证据。

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜综合得分 57.41/100，评级 B，观望为主

评分版本 V3.2，综合得分 57.41/100，评级 B。结论：基本面出现了真实的利润上移，估值也有垫子，但持续性没被验证、资本回报偏低、价格上方有套牢筹码，因此观望为主、不追高、分批跟踪。2027 年 2 月第三季度财报和 fundnote 的持股变更报告出现之前，不宜加大仓位；价格若在 2,200 至 2,800 日元箱体内企稳，利润和海外集团利润同时保住，可以考虑逐步建立仓位；出现两项以上推翻条件，就放弃这一判断。

拖住高分的是几个未解的变数：海外集团利润里价格与销量的拆分、2027 年 2 月财报能否越过隐含的下半年门槛、fundnote 最新的持仓与意图。它们主要限制盈利质量、护城河、估值和技术四项的高分；估值因为有资产和旧区间盈利托底，仍能给得较好。整体把握一般，分数反映的是现在能验证的部分，2027 年 2 月和 5 月披露后可以上调或下调。

14.2｜财务韧性与下行防御 8.84/13：稳健，但前提是周期和供应商信心

自有资本比率连续五年上升，2022 年 3 月期 33.2%，2026 年 9 月末 43.2%；净有息负债从 305 亿日元左右降到 251 亿日元左右；债务主要是贸易信用加短期借款。偿债压力不是主要矛盾，但经营现金流随应付账款大幅波动，使这份稳健带着周期和供应商信心的前提。银行授信余量和契约条款、应收账款账龄都未披露。

14.3｜竞争优势与结构耐久性 8.12/14：网络和关系网有韧性，新增利润借自稀缺

物流销售网络和股东关系网经历过一轮价格上涨和一轮下跌，经常利润始终在 63 亿至 82 亿日元之间；增长最快的海外 AI 材料利润，靠的是向制造商借来的供货能力。没有客户留存或份额数据，海外利润里价格、销量、结构的占比也没有披露。

14.4｜盈利质量、现金转化与资本效率 9.35/17：利润上移真实，但只有两个半年，资本回报偏低

2027 年 3 月期上半年经常利润增长 58.6%，特别收益几乎为零，ROE 9.1%，ROIC 近 5.0%，低于公司 6.0%的目标。现金转化无法给出明确判断，因为经营现金流主要由应付账款时点决定。五年累计现金转化率和新分部口径的完整年度历史都没有答案。

14.5｜商业结构、产品、客户与关键依赖 6.05/11：品种分散，利润却压在两个外部周期上

商品覆盖钢铁、有色、电子材料等多类，但真正决定利润的是商用车和 AI 资本开支两个互不相关的周期；前十大持股方中多家同时是客户或供应商。客户和供应商层面的收入集中度没有披露。

14.6｜估值与安全边际 10.5/15：折价主要是对持续性的折价，下行有资产和旧区间盈利托底

预测市盈率 6.3 倍、实绩市净率 0.67 倍、股息率 4.25%；按常态化盈利是 9 至 10 倍。折价的构成因同业比较表未重建，无法拆分；土地和证券的变现税负未披露。

14.7｜资本配置与股东回报 5.2/10：回报是随利润浮动的公式，主动动作很少

股息由视同净利润 30%的公式决定，回购在市净率 0.64 倍时只有 7.35 亿日元，政策持股没有减持时间表。回购授权上限、持股削减时间表和库存股去向，是这一项最大的变数；公司若宣布明确的削减和扩大回购，这项得分会明显上升。

14.8｜治理、所有权与管理层 3.5/7：交付记录干净，但名册长期缺乏市场约束

没有控股股东，管理层的目标兑现和指引修订都按实际需求进行；但前十大股东合计 42%左右，外国持股只有 2.12%，外部股东要靠协商而非表决权。fundnote 目前的持仓与意图、三信工业的性质、董事会独立性和薪酬设计，都没有答案。

14.9｜Kabugami 技术结构 5.85/13：旧区间已经不再约束价格，新区间尚未建立

价格较 8 月高点回落约四成，停在 2,200 至 2,800 日元箱体，上方 2,900 至 3,700 日元有套牢筹码，最近一次业绩被卖出；整体处于高位回撤整理。2027 年 2 月财报当日及之后的价格反应，以及 fundnote 的最新持仓，决定箱体会形成新的运行区间，还是回到更低的区域。

14.10｜V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由
财务韧性与下行防御	13	8.84	自有资本比率连续五年上升，从 2022 年 3 月期的 33.2%升到 2026 年 3 月期的 42.3%，2026 年 9 月底为 43.2%。2027 年 3 月期上半年借款从 365 亿日元降到 304 亿日元，净有息负债从约 305 亿降到约 251 亿日元。债务主要是贸易信用加短期银行借款：短期借款约 301 亿日元，长期借款仅 3 亿日元，应付账款约 607 亿日元。偿债压力不是主要矛盾，但经营现金流随应付账款大幅波动，使这份稳健带有周期和供应商信心的前提。
竞争优势与结构耐久性	14	8.12	护城河分三层，耐久度不同：国内 41 处、海外 21 处的物流和销售网络，建立和失去都很慢；由客户、供应商、银行持股构成的关系网，在交叉持股逐步退出的政策方向下会慢慢变弱；在稀缺材料上的供货能力，这正是 2026 年利润增长最快的部分，但它是向制造

			商借来的。2022 年 3 月期到 2026 年 3 月期经常利润在 63 亿至 82 亿日元的区间内走过一轮价格上涨和一轮下跌，这是前两层有韧性的经验证据。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	9.35	2027 年 3 月期上半年的利润增长是经营性的：销售额增长 14.9%，营业利润增长 64.3%，经常利润增长 58.6%至 55.82 亿日元，特别收益只有 0.09 亿日元，上年同期为 5.7 亿日元。但这是只有两个半年的数据，尚未证明新水平能持续。资本回报也还不够：2026 年 3 月期 ROE 约 9.1%，按推算 ROIC 约 5.0%，低于公司计划的 6.0%目标，接近合理的资本成本。现金转化无法给出明确判断，因为经营现金流主要由应付账款的时点决定。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.05	商品覆盖钢铁、有色金属、电子材料、机械工具、生活用品、珠宝和建设环境产品，2026 年 3 月期钢铁占销售额 60%。需求锚点分成两个互不相关的周期：商用车和建设工程机械构成国内钢铁、有色的基本盘，AI 数据中心和半导体构成增长边缘。商品分散，但真正推动利润的是这两类终端需求，客户和供应商层面的收入集中度没有披露。
估值与安全边际	15	10.5	以 2026 年 11 月 6 日收盘价 2,470 日元计算：按修订后 2027 年 3 月期每股收益 391.04 日元为 6.3 倍，按 2026 年 3 月期每股收益 314.18 日元为 7.9 倍，市净率按 2026 年 3 月期末每股净资产 3,700.93 日元计为

			0.67 倍（按 2026 年 9 月末账面值和扣除库存股的口径为 0.64 倍），预测股息 105 日元对应股息率 4.25%，总市值约 538 亿日元（扣除库存股约 512 亿日元）。按经常利润 70 亿至 80 亿日元的旧区间还原，当前价格约相当于 9 至 10 倍的常态化盈利，也就是说，折价主要是市场对新增利润持续性的折价，而不是单纯的资产折价。
资本配置与股东回报	10	5.2	股东回报主要通过公式化股息发放：不低于视同净利润的 30%，2027 年 3 月期起设 2.7%净资产股息率（DOE）下限。预测股息 105 日元（中期 50 日元已发放，期末 55 日元）与 30%条款按指引经常利润推算的约 106 日元基本吻合，说明 30%条款在起作用，DOE 下限只对应约 80 日元。回购规模很小：2025 年 3 月期 3.23 亿日元，2026 年 3 月期 7.35 亿日元，库存股占已发行股数约 5.0%，没有披露注销。2027 年 3 月期上半年资本开支仅 2.83 亿日元，计划中三年至少 150 亿日元的投资尚未开始体现。
治理、所有权与管理层	7	3.5	公司是 1930 年创立的独立贸易公司，没有控股股东或母公司，管理层交付记录清楚：第三次中期计划最后一年的目标全部完成，2026 年 3 月期四项主要指标均创纪录，第四次中期计划第一年即上调指引。2027 年 7 月的指引上调幅度较大（经常利润从 86 亿日元上调到 105 亿日元，+22%），说明管理层按实际需求修订，而不

			是延后。但股东名册以客户、供应商和银行为主，前十大股东约占 42%，外国持股只有 2.12%，历史上使管理层较少受到市场约束。
Kabugami 技术结构	13	5.85	经过二十多年大部分时间处于 1,500 日元以下之后，2026 年 3 月低点 2,206 日元起经过逐级上升，到 8 月 17 日创下历史最高价 4,095 日元，9 月以历史最大月成交量 315 万股回落，11 月 6 日收盘 2,470 日元，较高点下跌约 40%。价格目前位于 2,200 至 2,800 日元的平台内，介于 12 个月均线（约 2,764 日元）和 24 个月均线（约 2,187 日元）之间，远高于 60 个月均线（约 1,703 日元）。旧的低价区间已经不再约束价格，但新的稳定运行区间还没有建立：这一轮上行以资金推动为主，在高点放量见顶，随后落回平台，所以整体是旧状态弱化而新状态未成立。

总分： 57.41 / 100

评级： B

操作建议： 观望为主，不追高，分批跟踪。基本面已出现真实的利润上移，估值（预测市盈率 6.3 倍、市净率约 0.64 至 0.67 倍、股息率 4.25%）也有安全垫，但上方 2,900 至 3,700 日元存在被套筹码，价格走势尚未确认新的运行区间。2027 年 2 月第三季度财报（对照下半年经常利润约 49.18 亿日元的隐含门槛）和 fundnote 的持股变更报告出现之前，不宜加大仓位。如果价格在 2,200 至 2,800 日元平台内企稳，同时利润和海外集团利润保持，可以考虑逐步建立仓位；如果出现两项以上证伪条件，则放弃这一判断。

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｜资料来源和截止日期

本报告的资料截止日为 2026 年 11 月 9 日，股价取 2026 年 11 月 6 日收盘。主要来源如下。

公司通过 TDnet 披露的 2026 年 3 月期决算和第四次中期经营计划（2026 年 5 月 8 日）。2027 年 3 月期一季度（2026 年 7 月 31 日，含全年指引上调）和上半年（2026 年 11 月 5 日）财报。

2026 年 3 月期前三季度（2026 年 2 月 4 日）和上年一季度（2025 年 7 月 31 日）财报。公司网站的公司简介（2026 年 11 月 9 日读取）。

EDINET 衍生的股东名册和五年业绩汇总（2026 年 9 月末名册快照）。fundnote 大量持股报告和变更报告的新闻转载（2026 年 5 月 22 日、7 月 7 日，M&A Online）。

IRBANK 的 2026 年 11 月 6 日行情快照。Kabutan（2026 年 11 月 5 日）和一篇独立分析师比较（2026 年 10 月）。

Yahoo Finance 的 8065.T 月线行情（2001 年 1 月至 2026 年 10 月，未复权，10 月月线只到 10 月 27 日）。

15.2｜证据的限制：哪些事实还没有被证实

股东信息来自 EDINET 衍生的汇总数据，没有读到登记机关级别的原始摘录；fundnote 在 2026 年 6 月 30 日之后的持仓没有找到文件，这是证据缺口，不能理解为已经退出；三信工业的性质、五十铃汽车贸易合同的细节没有公开。海外集团利润里价格、销量与结构的拆分、AI 相关占比、新分部口径的完整年度历史都不可得；净营运资金的应收账龄、授信余量与契约条款、土地评估、证券具名持仓和变现税负也没有披露。

董事会独立性和薪酬设计这次没有检查，同业估值表没有重建，没有找到机构分析师的一致预期，付费研究也没有逐一核实。EBITDA 和 EV 使用的是上一年度数字与 2026 年 9 月末净债务的组合；ROIC 为估算值，视同税率为推算，公司没有公布自己的 ROIC 口径。

第三季度财报日期和股东大会季均按往年节奏推断，尚未公布。技术结构一章所依据的价格是原始月线，10 月月线为未完成月份，月线结论以完整交易日为准。

15.3｜研究目的与免责声明

本报告基于公开资料，用于投资研究，不构成投资建议，也不构成买卖任何证券的邀约。所涉判断都有条件限制，依赖于上述数据截止日之前的公开信息；随着 2027 年 2 月、5 月的披露和价格走势变化，判断可能上调或下调。股价和估值数字是资料截止日的静态数据，不是实时行情。

主要风险已在风险与催化剂一章列出，包括外部周期同步转向、营运资金占用、名册与价格的联动。利益冲突披露：本次研究材料中没有提供需要披露的持仓或合作关系信息。

主要资料来源

- Company outline: legal name, English name, founding, capital, network (https://www.satoshoji.co.jp/ja/company/outline.html)
- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)
- FY3/2026 consolidated results: all four headline lines at record highs (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)
- Q1 FY3/2027 results: operating profit +28.6%, net income -8.7% against one-off-flattered prior year (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)
- H1 FY3/2027 results (5 November 2026): record interim lines, guidance left unchanged (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)
- Q3 FY3/2026 comparative: the pre-upgrade year was a flat, second-half-loaded grind (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260202545207.pdf)
- Fourth mid-term plan (FY2026-FY2028): final-year targets already below current guidance (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)
- fundnote files initial 5.16% large-shareholding report (May 2026): Kaihou-advised engagement money (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)
- fundnote change report (July 2026): stake raised to 6.29% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)
- Q1 FY3/2026 comparative: prior-year quarter carried JPY 489m of policy-share sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)
- Five-year path (EDINET-derived): ordinary profit JPY 6.3bn to JPY 8.2bn, ROE around 9-12% (https://edinetdb.jp/company/E02535)
- Kabutan flash on the H1 print: 53.2% progress against the full-year ordinary-profit plan (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)
- External comparison (October 2026): PBR 0.78x despite the plan's 1.0x target - the valuation-gap debate (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)
- Volume and residence: September 2026 was the heaviest month in the series; 64% of all closes are below JPY 1,000 (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.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 97 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	02｜佐藤商事是 1930 年创立、没有母公司的独立贸易商
F002 · 在线	06｜2026 年 3 月期全面创纪录，但利润增长已经由电子业务带头
F003 · 在线	01｜利润水平在 2026 年确实变了，上半年的增长来自经营本身
F004 · 在线	03｜海外集团已是利润中心，但只占销售额的五分之一
F005 · 在线	03｜海外集团已是利润中心，但只占销售额的五分之一

F006 · 在线	08｜第四次中期经营计划：盈利目标第一年就被超过，估值目标仍落空
F007 · 在线	08｜股息是公式的输出，会随经常利润上下浮动
F008 · 在线	07｜fundnote 是第一个有能力和这套结构谈判的外部经济持有人

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｜02｜佐藤商事是 1930 年创立、没有母公司的独立贸易商

写入正文：02｜佐藤商事是 1930 年创立、没有母公司的独立贸易商；15｜资料来源和截止日期；15｜证据的限制：哪些事实还没有被证实

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）

- Company outline: legal name, English name, founding, capital, network (https://www.satoshoji.co.jp/ja/company/outline.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03
- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史
- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24
- Top-ten detail at September 2026: custody 8.2%, Sanshin Kogyo 7.7%, Isuzu 7.0% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Sato Shoji (8065, TSE Prime, EDINET E02535) is an independent, 1930-founded trading house with no controlling shareholder or parent. It distributes steel, non-ferrous metals, electronic materials, machinery, tools, lifestyle goods, jewellery and construction/environmental products through 41 domestic and 21 overseas sites with 1,068 consolidated employees. The top registered holders are a custody trust account (8.20%), Sanshin Kogyo (7.70%) and customer Isuzu Motors (7.00%). The register is otherwise held by operating counterparties, banks and individuals; foreign holders are 2.12%.
- 内部研究类型：ISSUER_IDENTITY_AND_REGISTER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The equity case rests on the company's own assets and register, not on a sponsor. Independence also means no parent can force or block capital-policy change.
- 不确定性（原始记录）：Identity is from the company profile and EDINET-derived register summaries. No registry-grade extract was read.

在线打开本发现 →

F002｜06｜2026 年 3 月期全面创纪录，但利润增长已经由电子业务带头

写入正文：06｜2026 年 3 月期全面创纪录，但利润增长已经由电子业务带头

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）

- FY3/2026 consolidated results: all four headline lines at record highs (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/2026 segment results under the former six-segment structure (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15；同业比较：02、03、08；其他用途：历史
- Electronics (former basis) FY3/26: the AI-linked engine inside the old segment map (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/26 set records on all four headline lines: sales JPY 292,191m, operating profit JPY 7,673m, ordinary profit JPY 8,162m and net income JPY 6,568m. Steel supplied 60% of sales, but on the old six-segment basis electronics earned the largest and fastest-growing segment profit (JPY 3,218m, +44.0%). Steel profit fell 8.0% as material prices declined.
- 内部研究类型：REPORTED_RESULT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The third mid-term plan closed with delivery. FY3/26 profit growth was already led by the AI-linked electronics trade rather than by the volume core.
- 不确定性（原始记录）：Old-basis electronics mixes domestic and overseas trade. No full-year history exists on the new segment map.

在线打开本发现 →

F003｜01｜利润水平在 2026 年确实变了，上半年的增长来自经营本身

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜利润水平在 2026 年确实变了，上半年的增长来自经营本身；06｜上半年增长在营业层面是干净的，7 月上调幅度揭示了拐点的突然；14｜盈利质量、现金转化与资本效率 9.35/17：利润上移真实，但只有两个半年，资本回报偏低

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）

- Q1 FY3/2027 results: operating profit +28.6%, net income -8.7% against one-off-flattered prior year (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 results (5 November 2026): record interim lines, guidance left unchanged (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、35
- Q3 FY3/2026 comparative: the pre-upgrade year was a flat, second-half-loaded grind (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260202545207.pdf)｜怎么使用：直接证据

- H1 cleanliness: special gains of JPY 9m against JPY 570m in the prior-year half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Earnings broke out of a flat trend in 2026. The nine months to Q3 FY3/26 grew about 1%. Q1 FY3/27 operating profit then rose 28.6%, guidance was raised in July to ordinary profit of JPY 10,500m (+28.6%), and H1 FY3/27 printed sales +14.9%, operating profit +64.3%, ordinary profit +58.6% (JPY 5,582m) and net income +34.8%. Special gains were only JPY 9m against JPY 570m in the prior-year half, so the growth is operating, not harvested.
- 内部研究类型：EARNINGS_REGIME_BREAK
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The clean interim record is the primary evidence that the earnings level moved. Its durability is not yet proven.
- 不确定性（原始记录）：Only two halves of data exist for the new level. Its cyclical content is unresolved (see price-vs-volume debt).

在线打开本发现 →

F004｜03｜海外集团已是利润中心，但只占销售额的五分之一

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；03｜海外集团已是利润中心，但只占销售额的五分之一

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）

- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、16
- Segment restructure note: six segments become seven under the fourth plan's portfolio review (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：07；其他用途：历史
- Segment change disclosed in Q1: overseas carved out, domestic sites re-mapped, comparatives restated (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：15；专项深挖：07、15
- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：On the new seven-segment map the Overseas Group earned JPY 2,052m of H1 FY3/27 segment profit (+124.9%, 38.9% of the total) on 19.6% of sales (JPY 32,060m, +44.2%), at a 6.4% margin. The drivers are AI-server high-function materials and semiconductor/LCD/HDD materials trade. Carving the segment out is itself management's recognition that the group's centre of gravity moved offshore.
- 内部研究类型：PROFIT_POOL_SHIFT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：A pool of about half of incremental profit sits in the most externally driven, least controlled demand base.
- 不确定性（原始记录）：The split of the JPY 2,052m into price, volume and mix is undisclosed. The AI-linked share of the segment is undisclosed.

在线打开本发现 →

F005｜03｜海外集团已是利润中心，但只占销售额的五分之一

写入正文：03｜海外集团已是利润中心，但只占销售额的五分之一

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Electronics (former basis) FY3/26: the AI-linked engine inside the old segment map (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- Segment restructure note: six segments become seven under the fourth plan's portfolio review (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：07；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Domestic electronics and the Overseas Group are one economic activity split by the new segment map. On the old basis the combined electronics trade earned JPY 3,218m in FY3/26. On the new basis its overseas half alone earned JPY 2,052m in H1 FY3/27, with domestic electronics at JPY 610m.
- 内部研究类型：CROSS_SEGMENT_EQUIVALENCE
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Growth rates computed across the segment restructure overstate or understate the change unless the perimeter is matched.
- 不确定性（原始记录）：Subsidiary-level financials inside the overseas group are not public.

在线打开本发现 →

F006｜08｜第四次中期经营计划：盈利目标第一年就被超过，估值目标仍落空

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；08｜第四次中期经营计划：盈利目标第一年就被超过，估值目标仍落空

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）

- Fourth mid-term plan (FY2026-FY2028): final-year targets already below current guidance (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持

- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY3/27 guidance (sales JPY 325bn, ordinary profit JPY 10.5bn) already exceeds the fourth mid-term plan's FY3/29 targets (JPY 320bn, JPY 9.2bn) in year one. The plan's PBR target of at least 1.0x is unmet at 0.64x, and its ROIC target of 6.0% sits above the computed ~5.0%. The earnings leg of the plan is beaten while its valuation leg is failing.
- 内部研究类型：PLAN_VERSUS_DELIVERY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The market is not disputing management's ability to earn. It is refusing to credit that the earnings will last or reach shareholders as returns.
- 不确定性（原始记录）：Whether management will revise the plan upward is open.

在线打开本发现 →

F007｜08｜股息是公式的输出，会随经常利润上下浮动

写入正文：08｜股息是公式的输出，会随经常利润上下浮动；14｜资本配置与股东回报 5.2/10：回报是随利润浮动的公式，主动动作很少

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）

- Dividend policy: 30% of deemed profit with a floor; FY3/26 final dividend raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- Dividend mechanics: the JPY 105 forecast is the formula's output, not a discretionary gesture (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：26；专项深挖：26
- Interim dividend of JPY 50 declared; year-end forecast of JPY 55 reconfirmed in November (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17、18；外部现实校验：19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The dividend is formulaic. The rule is at least 30% of deemed net income (ordinary profit after deemed tax) with a DOE 2.7% floor from FY3/27. The FY3/27 forecast of JPY 105 (interim JPY 50 paid, year-end JPY 55) is the 30% leg's arithmetic

output on guided ordinary profit (about JPY 106 computed). The DOE floor would support only about JPY 80.
- 内部研究类型：CAPITAL_RETURN_MECHANISM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The 4.25% yield is not a discretionary signal. It passes through whatever cyclical content sits in ordinary profit and shrinks if the step-up reverses.
- 不确定性（原始记录）：The deemed-tax rate is not published; the check is arithmetic only.

在线打开本发现 →

F008｜07｜fundnote 是第一个有能力和这套结构谈判的外部经济持有人

写入正文：07｜fundnote 是第一个有能力和这套结构谈判的外部经济持有人；14｜治理、所有权与管理层 3.5/7：交付记录干净，但名册长期缺乏市场约束

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）

- fundnote files initial 5.16% large-shareholding report (May 2026): Kaihou-advised engagement money (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：24；其他用途：历史
- fundnote change report (July 2026): stake raised to 6.29% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：24；其他用途：历史
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：13；专项深挖：13
- Stake at 30 June 2026: 6.29% - the second-largest economic position after the custody account (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：30；同业比较：30；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：fundnote, holding investment-trust assets on the advice of Kaihou, crossed 5% in May 2026 (5.16% at 15 May) and raised the stake to 6.29% by 30 June 2026. The filed agenda is better IR, capital efficiency and governance, with a reserved right to escalate to 'important proposals'. The shares sit in trust accounts, so the position is not a named line in the September register.
- 内部研究类型：ACTIVIST_ENGAGEMENT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：This is the first outside economic holder large enough to contest the register's insulation. Its filings are governance events in themselves.
- 不确定性（原始记录）：Current position and intent are unknown after 30 June 2026. No reduction filing was located through 9 November 2026.

在线打开本发现 →

F009｜06｜净利润会被政策持股出售放大，经常利润才是可比口径

写入正文：06｜净利润会被政策持股出售放大，经常利润才是可比口径

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）

- FY3/2026 consolidated results: all four headline lines at record highs (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；同业比较：28；其他用途：历史
- Q1 FY3/2026 comparative: prior-year quarter carried JPY 489m of policy-share sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：32；其他用途：历史
- Five-year path (EDINET-derived): ordinary profit JPY 6.3bn to JPY 8.2bn, ROE around 9-12% (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；同业比较：01、22、33；其他用途：历史
- The harvest pattern: Q1 FY3/26 net income included JPY 489m of securities-sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：28、32；专项深挖：28、32；同业比较：16；其他用途：历史
- Accounting quality: special items small at full-year level, no audit qualifications, J-GAAP (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；专项深挖：32
- Q1 FY3/2027 results: operating profit +28.6%, net income -8.7% against one-off-flattered prior year (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Reported net income in this register is flattered by policy-shareholding harvests: securities-sale gains of JPY 872m in FY3/25, JPY 740m in FY3/26 and JPY 489m in Q1 FY3/26 alone. Q1 FY3/27 net income therefore fell 8.7% while operating profit rose 28.6%. Clean earnings power tracks ordinary profit, which sat in a JPY 6.3-8.2bn band across FY3/22-FY3/26.
- 内部研究类型：PROFIT_QUALITY_DISTORTION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Year-on-year net income comparisons mislead in harvest years. Ordinary profit is the quality-adjusted series, and the FY3/27 question is whether JPY 10.5bn is a new level.
- 不确定性（原始记录）：Whether FY3/28 returns to harvest-supplemented prints depends on undisclosed portfolio decisions.

在线打开本发现 →

F010｜06｜经营现金流是应付账款的时点变量，不是盈利质量的判决

写入正文：06｜经营现金流是应付账款的时点变量，不是盈利质量的判决；14｜盈利质量、现金转化与资本效率 9.35/17：利润上移真实，但只有两个半年，资本回报偏低

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）

- FY3/2026 cash flow: operating cash flow of JPY 1.4bn on pre-tax profit of JPY 8.8bn (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：19、20；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18；外部现实校验：19
- Cash-flow indicator history: equity ratio rebuilt from 33.2% to 42.3% in four years (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；专项深挖：17；同业比较：18、25；其他用途：历史
- H1 deleveraging: JPY 6.3bn of borrowings repaid in six months from operating cash flow (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18；专项深挖：18
- H1 working-capital movement: payables +JPY 5.8bn funded receivables +JPY 3.6bn (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19；外部现实校验：17；专项深挖：17、19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Operating cash flow is a timing variable of the trade-payable account, not an earnings-quality verdict. FY3/26 printed JPY 1,386m on JPY 8,819m of pre-tax profit because payables fell JPY 4,416m. H1 FY3/27 printed JPY 6,912m because payables rose JPY 5,816m, against receivables +JPY 3,561m. The same account moved in opposite directions in consecutive periods, and H1 cash retired about JPY 6.1bn of borrowings.
- 内部研究类型：CASH_CONVERSION_MECHANISM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A single weak or strong cash year carries little information. Cumulative conversion and the debt balance that bridges the gap are what matter for dividend cover.
- 不确定性（原始记录）：A five-year cumulative conversion computation was not assembled; the FY3/27 full-year cash flow arrives in May 2027.

在线打开本发现 →

F011｜01｜这只股票值不值得买，取决于 2026 年这次利润上移能不能留住

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜这只股票值不值得买，取决于 2026 年这次利润上移能不能留住；14｜综合得分 57.41/100，评级 B，观望为主

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、16
- Kabutan flash on the H1 print: 53.2% progress against the full-year ordinary-profit plan (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、35；外部现实校验：31

- External comparison (October 2026): PBR 0.78x despite the plan's 1.0x target - the valuation-gap debate (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The equity is a claim on the durability of a mix shift. If the AI-linked overseas/electronics pool (about half of H1 segment profit growth) is structural, the stock at 0.64x book and 6.3x guided earnings is mispriced against its own plan. If it is a metal-price and AI-capex cyclical peak, normalised net income near JPY 5.5bn leaves the price roughly fair and the August high of JPY 4,095 was the exit.
- 内部研究类型：THESIS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：The investment question was upgraded from an AI-surge question to a durable-band-earner-plus-dated-option question.
- 不确定性（原始记录）：Resolution depends on H2 FY3/27 and FY3/28 prints and on the price-versus-volume split of overseas profit.

在线打开本发现 →

F012｜01｜反方证据：公司点名的每个驱动因素都是外部周期变量

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜反方证据：公司点名的每个驱动因素都是外部周期变量；11｜金属涨价先放大价差，再吃掉现金，下行时方向相反；15｜研究目的与免责声明

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）

- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、16
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Every driver management named for the upgrade is an external cycle variable: AI-server materials demand, semiconductor parts, non-ferrous prices, steel prices and commercial-vehicle production. The domestic steel core (56% of H1 sales) was flat year on year, so a synchronised turn in AI capex and metal prices would remove the growth while the cost base and working capital remain.
- 内部研究类型：COUNTER_EVIDENCE_RISK
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The upgrade reflects external price and cycle exposure, not company-specific share gain; shareholders are long metal prices and AI capex through this ticker.

- 不确定性（原始记录）：No sensitivity coefficient is published. Exposure is demonstrated by observed segment responses.

在线打开本发现 →

F013｜08｜利润抬高了，股东回报率未必同步：同一笔利润从两个角度看

写入正文：08｜利润抬高了，股东回报率未必同步：同一笔利润从两个角度看；14｜资本配置与股东回报 5.2/10：回报是随利润浮动的公式，主动动作很少

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2026 balance sheet: 42.3% equity ratio, large securities portfolio, net debt (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；同业比较：21、29；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18；外部现实校验：19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capital drag caps the re-rating: JPY 23.7bn of policy securities (about 30% of net assets) plus about JPY 25bn of net debt hold ROE near 9% and ROIC near 5%, below the plan's 6.0% ROIC target. Buybacks (JPY 735m in FY3/26) are too small to arbitrage the 0.64x price-to-book ratio at the speed an engagement holder is likely to demand.
- 内部研究类型：CAPITAL_EFFICIENCY_DRAG
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Earnings can rise without lifting returns to ordinary shareholders, which is why the PBR discount can persist beside record profit.
- 不确定性（原始记录）：No portfolio reduction target or enlarged buyback has been disclosed.

在线打开本发现 →

F014｜02｜赚的是流通价差：毛利率 8.2%，扣掉费用后营业利润率 2.6%

写入正文：02｜赚的是流通价差：毛利率 8.2%，扣掉费用后营业利润率 2.6%

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）

- Unit economics: 8.2% gross margin, 5.6% SG&A ratio - a distribution spread model (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、16；专项深挖：02、16
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15、16

- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The business is a distribution spread: an 8.2% gross margin (8.64% in H1 FY3/27) minus a 5.6% SG&A ratio on metal and materials throughput leaves a 2.6% operating margin (3.24% in H1). The spread pays for logistics, inventory risk, customer credit and processing. Segment mix, not volume, is the primary margin lever: overseas and electronics earn about 6% segment margins versus about 2% in steel.
- 内部研究类型：BUSINESS_MODEL_MECHANISM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Returns scale with the value and sophistication of throughput, not plant utilisation; small mix shifts move profit more than tonnage does.
- 不确定性（原始记录）：Segment gross margins and customer-level pricing are not public.

在线打开本发现 →

F015｜03｜钢铁利润是价差，不是销量：同一个销量产生了相反方向的利润

写入正文：03｜钢铁利润是价差，不是销量：同一个销量产生了相反方向的利润

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Steel segment: 60% of sales, profit falling on material-price declines in FY3/26 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12；专项深挖：12
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Steel profit is a price-spread phenomenon. FY3/26 segment profit fell 8.0% on falling material prices despite firm end demand. H1 FY3/27 segment profit rose 31.4% (JPY 1,874m) on flat sales (JPY 91,253m). The same volume base produced opposite profit directions. Non-ferrous profit rose 99.1% in H1 on soaring prices, with about 37 days of sales in stock setting the lag.
- 内部研究类型：PRICE_SPREAD_SENSITIVITY
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Rising prices add holding gains and widen spreads, and falling prices reverse both. Earnings durability cannot be inferred from a rising-price sample.
- 不确定性（原始记录）：Holding period by segment and a yen-per-price sensitivity are not disclosed.

在线打开本发现 →

F016｜03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

写入正文：03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润；14｜商业结构、产品、客户与关键依赖 6.05/11：品种分散，利润却压在两个外部周期上

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Demand base: commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor the domestic book (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、08、11；专项深挖：05、08、11；同业比较：09；其他用途：历史
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor domestic steel and non-ferrous demand, while AI data-centre and semiconductor demand anchors the growth segments. Two unrelated cycles now carry the whole P&L: a replacement-driven truck cycle at the base and a capex-driven AI cycle at the edge.
- 内部研究类型：DEMAND_CONCENTRATION
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The base funds the dividend and the edge decides the multiple; the book is defensive in one half and full-beta in the other.
- 不确定性（原始记录）：Customer-level revenue splits and the AI-linked share of electronics/overseas revenue are undisclosed.

在线打开本发现 →

F017｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期；14｜商业结构、产品、客户与关键依赖 6.05/11：品种分散，利润却压在两个外部周期上

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史
- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Isuzu Motors is simultaneously a top-three shareholder (7.00%, 1,451,000 shares) and a core customer-industry anchor. It is the clearest instance of the register's cross-holding logic: equity held to stabilise trade, and trade justifying the equity.

- 内部研究类型：COUNTERPARTY_CROSS_HOLDING
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：A stable, trade-motivated block that anchors the register but ties the equity story to truck production volumes and is not a price-driven or governance-driven seller.
- 不确定性（原始记录）：Contractual detail of the trade relationship is not public.

在线打开本发现 →

F018｜07｜股东名册由客户、供应商和银行持股构成，外国投资者只有 2.12%

写入正文：07｜股东名册由客户、供应商和银行持股构成，外国投资者只有 2.12%；14｜治理、所有权与管理层 3.5/7：交付记录干净，但名册长期缺乏市场约束

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24
- Top-ten detail at September 2026: custody 8.2%, Sanshin Kogyo 7.7%, Isuzu 7.0% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24；专项深挖：24
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；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：The cross-held register (customers, suppliers, banks and two founding-era holders at about 42% in the top ten; foreign holders 2.12%) historically insulated management from market discipline and minimised float and foreign ownership. fundnote's 6.29% is the first outside economic stake large enough to negotiate with that insulation.
- 内部研究类型：GOVERNANCE_STRUCTURE
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Effective float is much smaller than the issued count. Expect episodic price discovery and governance change by negotiation rather than by vote.
- 不确定性（原始记录）：Sanshin Kogyo's nature and fundnote's current position are unestablished.

在线打开本发现 →

F019｜08｜政策持股是公司里最大的一笔资本配置，相当于贸易商里的一家投资公司

写入正文：08｜政策持股是公司里最大的一笔资本配置，相当于贸易商里的一家投资公司；09｜资产垫子：土地和证券都没有经过评估

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Policy portfolio: investment securities of JPY 22.8bn, unrealised gains of JPY 12.0bn in OCI (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21、29；专项深挖：21、29
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The securities portfolio is the largest single capital allocation: JPY 23,673m at September 2026 (about 30% of net assets), carrying JPY 12,567m of unrealised gains in OCI and yielding JPY 678m of dividends in FY3/26. It is a shadow investment company inside the trader, a hidden asset, a source of reported-profit noise and the largest block of capital not employed in trading.
- 内部研究类型：NON_OPERATING_ASSET
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Realising it would return roughly 30% of net assets in cash; at 0.64x book shareholders buy it at a discount, but its business justification decays as the register modernises.
- 不确定性（原始记录）：Name-level holdings, tax leakage on sale and which holdings would be sold first are not disclosed.

在线打开本发现 →

F020｜06｜资金来自贸易信用和短期借款，资产负债表在持续修复

写入正文：06｜资金来自贸易信用和短期借款，资产负债表在持续修复；14｜财务韧性与下行防御 8.84/13：稳健，但前提是周期和供应商信心

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Borrowings structure: funding is short-term and bank-based, long-term debt nearly absent (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；外部现实校验：18；专项深挖：18、25
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18；外部现实校验：19
- H1 deleveraging: JPY 6.3bn of borrowings repaid in six months from operating cash flow (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18；专项深挖：18

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Funding is trade credit plus short-term bank debt: JPY 30.1bn of short-term borrowings and almost no long-term debt (JPY 306m) at September 2026, against JPY 60.7bn of trade payables including electronic obligations. Interest paid was JPY 420m in FY3/26.
- 内部研究类型：FUNDING_STRUCTURE
- 内部来源标记：COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Leverage is a working-capital bridge that shrinks with sales. Funding availability depends on bank relationships and supplier confidence rather than long-dated debt.
- 不确定性（原始记录）：Facility headroom and covenant terms are not disclosed in the sources read.

在线打开本发现 →

F021｜06｜营运资金比全部固定资产还大，增长要先垫钱

写入正文：06｜营运资金比全部固定资产还大，增长要先垫钱

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Working-capital structure: about JPY 87bn of receivables and JPY 30bn of inventory against JPY 55bn of payables (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、19；专项深挖：06、19
- H1 working-capital movement: payables +JPY 5.8bn funded receivables +JPY 3.6bn (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19；外部现实校验：17；专项深挖：17、19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Net trade working capital of roughly JPY 63bn at FY3/26 year-end exceeds the entire fixed-asset base (JPY 52,037m). Receivables of about JPY 87.6bn (about 110 days of sales) and inventories of JPY 30.2bn sit against payables of about JPY 54.8bn. The balance sheet is a working-capital machine with a warehouse network attached.
- 内部研究类型：WORKING_CAPITAL_STRUCTURE
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Working capital is where growth is paid for: each yen of sales growth absorbs roughly twenty sen of net working capital before it returns any cash.
- 不确定性（原始记录）：Receivable ageing, concentration and credit insurance, and days by segment, are not disclosed.

在线打开本发现 →

F022｜08｜资本开支接近维持水平，150 亿日元的投资承诺尚未体现

写入正文：08｜资本开支接近维持水平，150 亿日元的投资承诺尚未体现

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Capex and depreciation: JPY 2.3bn of tangible-asset purchases against JPY 1.4bn of depreciation (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20；外部现实校验：04；专项深挖：04、20
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Capex runs near maintenance: JPY 2,288m of tangible purchases against JPY 1,391m of depreciation in FY3/26, slowing to JPY 283m in H1 FY3/27. The plan's pledge of at least JPY 15bn of investment over three years is a step-change that has not yet begun to print.
- 内部研究类型：INVESTMENT_PLEDGE_VERSUS_RUN_RATE
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Low capex has protected free cash flow, while any genuine investment surge will be a visible, auditable change in capital deployment and return.
- 不确定性（原始记录）：Project-level detail behind the JPY 15bn is not public.

在线打开本发现 →

F023｜09｜资产垫子：土地和证券都没有经过评估

写入正文：09｜资产垫子：土地和证券都没有经过评估

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Land carried at JPY 14.4bn historical cost inside a JPY 52.0bn fixed-asset base (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；专项深挖：21
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Land of JPY 14.4bn at historical cost and the securities portfolio together underpin book value per share of about JPY 3,866 (September 2026). Neither is appraised in the filings, so the 0.64x price-to-book ratio is struck against a conservatively stated but unverified asset base.
- 内部研究类型：ASSET_BACKING
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Land provides an unquantified margin of safety, but it also supports the network, so it is not freely realisable.
- 不确定性（原始记录）：No land appraisal exists in public filings; no real-estate valuation was performed.

在线打开本发现 →

F024｜06｜ROIC 近 5.0%，ROE 9.1%，市净率 0.64–0.78 倍就是这样定价的

写入正文：06｜ROIC 近 5.0%，ROE 9.1%，市净率 0.64–0.78 倍就是这样定价的；14｜盈利质量、现金转化与资本效率 9.35/17：利润上移真实，但只有两个半年，资本回报偏低

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）

- FY3/2026 balance sheet: 42.3% equity ratio, large securities portfolio, net debt (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；同业比较：21、29；其他用途：历史
- Five-year path (EDINET-derived): ordinary profit JPY 6.3bn to JPY 8.2bn, ROE around 9-12% (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；同业比较：01、22、33；其他用途：历史
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ROIC arithmetic explains the valuation debate. NOPAT of roughly JPY 5.4bn on invested capital of roughly JPY 107bn (equity JPY 76.6bn plus net debt JPY 30.5bn at FY3/26) gives ROIC near 5.0%, below the plan's 6.0% target and close to a plausible cost of capital. ROE was 9.1% in FY3/26 (five-year band 8.2-11.7%). A 0.64-0.78x PBR is what such returns price.
- 内部研究类型：RETURN_ON_CAPITAL_ASSESSMENT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：If the step-up persists, ROIC crosses its target mechanically without new capital. If it does not, returns stay near the cost of capital and the discount is deserved.
- 不确定性（原始记录）：ROIC is estimated here with a deemed tax rate; the company does not publish its own ROIC basis.

在线打开本发现 →

F025｜07｜管理层的交付记录干净，争议在持续性和资本，不在能力

写入正文：07｜管理层的交付记录干净，争议在持续性和资本，不在能力

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2026 consolidated results: all four headline lines at record highs (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；同业比较：28；其他用途：历史
- Delivery record: third plan's final-year targets met, all four headline lines at records (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23；专项深挖：23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Management's delivery record is clean: the third plan's final-year targets were met with all four headline lines at records in FY3/26, and the fourth plan's first year opened with a guidance raise and record interim results. Competence is not the contested variable.

- 内部研究类型：MANAGEMENT_DELIVERY_RECORD
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Guidance can be read as an honest central case; capital credibility is still to be proven by actions.
- 不确定性（原始记录）：Board composition, independence and compensation design were not examined.

在线打开本发现 →

F026｜06｜上半年增长在营业层面是干净的，7 月上调幅度揭示了拐点的突然

写入正文：06｜上半年增长在营业层面是干净的，7 月上调幅度揭示了拐点的突然

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Initial FY3/2027 guidance given in May 2026 (pre-revision baseline) (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The July 2026 revision was large and specific: ordinary profit guidance rose 22% (JPY 8,600m to JPY 10,500m) ten weeks after it was set, and the interim plan rose 26% (JPY 4,050m to JPY 5,100m). The overseas/AI inflection was not visible to management itself at the May planning round.
- 内部研究类型：GUIDANCE_REVISION_SIGNAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：The inflection was fast and unforecast, supporting its reality but also its external, exogenous character.
- 不确定性（原始记录）：The drivers (AI orders, metal prices) were named by management but not quantified.

在线打开本发现 →

F027｜11｜最近的一次检验：下半年门槛低得像保守，也可能是真的谨慎

写入正文：11｜最近的一次检验：下半年门槛低得像保守，也可能是真的谨慎

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- November stance: guidance and dividend both marked 'no revision' at the record interim print (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；专项深挖：35
- Progress arithmetic: 53.2% at the half against a 43.7% five-year average (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；外部现实校验：23、31；专项深挖：23、30、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The November decision to hold guidance at a 53.2% interim progress rate (five-year average 43.7%) is either conservatism that sets up a second raise, or management's own doubt about second-half metal prices and AI orders. The implied H2 ordinary profit of JPY 4,918m (+5.9%) is the number to audit at the Q3 print in February 2027.
- 内部研究类型：GUIDANCE_HOLD_AMBIGUITY
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The conservative-looking H2 bar and the cautious reading deserve equal belief; the stock must clear the second.
- 不确定性（原始记录）：Genuinely ambiguous between sandbagging and caution; Q3 resolves it.

在线打开本发现 →

F028｜08｜回购只是小渠道，在 0.64 倍市净率下仍然很小

写入正文：08｜回购只是小渠道，在 0.64 倍市净率下仍然很小；13｜政策持股有没有减持目标？回购为什么这么小，库存股最终去哪？；14｜资本配置与股东回报 5.2/10：回报是随利润浮动的公式，主动动作很少

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Share count: 21,799,050 issued, treasury 5.0%; FY3/26 buybacks of JPY 735m (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：25；专项深挖：25；同业比较：26；其他用途：历史
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史
- Dividend policy: 30% of deemed profit with a floor; FY3/26 final dividend raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26
- Interim dividend of JPY 50 declared; year-end forecast of JPY 55 reconfirmed in November (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Buybacks are a minor channel: JPY 323m in FY3/25 and JPY 735m in FY3/26 lifted treasury shares to 5.0% of issued shares (4.9% at September 2026), with no cancellation disclosed. Returns reach shareholders overwhelmingly through the formula dividend. Two choices remain unexplained: why buybacks stay small at 0.64x book, and the end-state of the treasury position and JPY 1,321m stated capital.
- 内部研究类型：CAPITAL_RETURN_CHANNEL_AND_RESEARCH_DEBT
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：A shift toward repurchase is the cheapest PBR-closing lever available; cancellation versus retention changes the per-share book trajectory. Its absence is a deliberate, unexplained choice.

- 不确定性（原始记录）：No buyback authorisation ceiling or treasury intention is disclosed.

在线打开本发现 →

F029｜09｜价格几乎没有给持续性定价，折价是对新增利润的折价

写入正文：09｜价格几乎没有给持续性定价，折价是对新增利润的折价；14｜综合得分 57.41/100，评级 B，观望为主；14｜估值与安全边际 10.5/15：折价主要是对持续性的折价，下行有资产和旧区间盈利托底

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Multiples at 6 November 2026: PER 6.3x on guidance, 7.9x on FY3/26 EPS, yield 4.25% (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：29；专项深挖：27、34
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27
- The discount debate in print: PBR 0.78x in October against a company target of 1.0x or more (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、31；外部现实校验：09、27；专项深挖：08、09、27、31；同业比较：13、23；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At JPY 2,470 (6 November 2026) the multiples are 6.3x guided EPS of JPY 391.04, 7.9x FY3/26 EPS of JPY 314.18, 0.64x September book value, a 4.25% forecast dividend yield and about JPY 51.2bn of market capitalisation excluding treasury shares. The multiple set is consistent with the market capitalising the step-up at a trough multiple and the asset base at a discount, which prices durability at roughly zero.
- 内部研究类型：VALUATION_ASSESSMENT
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Shareholders are paid 4.25% to wait inside a valuation that requires only evidence of repeatability to improve; closing half the PBR discount is worth roughly 30% before any earnings change.
- 不确定性（原始记录）：A peer-multiple table was not rebuilt; the split of the discount among return drag, asset drag, thin float and durability doubt cannot be estimated.

在线打开本发现 →

F030｜09｜估值简报：2026 年 11 月 6 日收盘，口径要分清

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；09｜估值简报：2026 年 11 月 6 日收盘，口径要分清；15｜资料来源和截止日期；15｜研究目的与免责声明

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）

- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27
- FY3/2026 consolidated results: all four headline lines at record highs (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；同业比较：28；其他用途：历史
- FY3/2026 cash flow: operating cash flow of JPY 1.4bn on pre-tax profit of JPY 8.8bn (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：19、20；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 results (5 November 2026): record interim lines, guidance left unchanged (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、35
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18；外部现实校验：19
- Share count: 21,799,050 issued, treasury 5.0%; FY3/26 buybacks of JPY 735m (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：25；专项深挖：25；同业比较：26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Valuation snapshot at the 6 November 2026 close (research cut-off 9 November 2026): price JPY 2,470; market capitalisation JPY 53.84bn on all 21,799,050 issued shares; forecast PER 6.3x on revised FY3/27 EPS of JPY 391.04; actual PBR 0.67x on FY3/26-end net assets per share of JPY 3,700.93; ROE 9.1% (FY3/26 actual); forecast dividend yield 4.25% on JPY 105; EV/EBITDA 8.7x (EV JPY 78.96bn after net interest-bearing debt of JPY 25,119m at 30 September 2026; EBITDA JPY 9,064m = FY3/26 operating profit plus depreciation).
- 内部研究类型：VALUATION_BASIS_SNAPSHOT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The headline multiples depend on denominator choice; per-share conclusions should name period-end book versus issued or ex-treasury shares.
- 不确定性（原始记录）：The EV/EBITDA denominator is a trailing prior-year figure while H1 FY3/27 earnings run much higher, so it overstates the multiple relative to current earnings power.

在线打开本发现 →

F031｜09｜价格几乎没有给持续性定价，折价是对新增利润的折价

写入正文：09｜价格几乎没有给持续性定价，折价是对新增利润的折价；12｜没有单独拎出来的全新结论，但有几处联系单看财报不容易发现；14｜估值与安全边际 10.5/15：折价主要是对持续性的折价，下行有资产和旧区间盈利托底

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史
- The harvest pattern: Q1 FY3/26 net income included JPY 489m of securities-sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28、32；专项深挖：28、32；同业比较：16；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：On normalised earnings (ordinary profit of JPY 7-8bn, deemed net of roughly JPY 5-5.6bn after stripping the harvest pattern) the same price is about 9-10x clean earnings. The discount to book is therefore a durability discount on the FY3/27 step-up, not a simple asset discount. FY3/27 guided net income of JPY 8,100m is about half again above the normalised level.
- 内部研究类型：NORMALISED_EARNINGS_ASSESSMENT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Underwriting at 9-10x the old normal pays a fair price for the old business and treats the step-up as a partially priced option.
- 不确定性（原始记录）：The band embeds whatever metal-price cycle those five years contained; a volume/price decomposition is impossible from public data.

在线打开本发现 →

F032｜01｜什么会推翻这个判断

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜什么会推翻这个判断；11｜什么会推翻这个判断，各自什么时候被检验

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史
- November stance: guidance and dividend both marked 'no revision' at the record interim print (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The falsifiable core: H2 FY3/27 and FY3/28 prints will show whether overseas-group operating profit holds a JPY 4bn-plus annual run-rate after metal prices and AI orders normalise. If it does, the plan's PBR 1.0x target is reachable on book-value growth alone. If it halves, the register reverts to a JPY 6-8bn ordinary-profit

trader. Research-stage falsifiers: overseas annualising below about JPY 2.5bn; FY3/28 guidance reverting to the old band; a fundnote exit with no concession; a break of the JPY 2,187-2,206 shelf on expanding volume (any two close the thesis).
- 内部研究类型：FALSIFICATION_CORE
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：The thesis is a one-to-two-print thesis, renewable only by evidence, with the first test within one quarter.
- 不确定性（原始记录）：Thresholds are decision rules set from run-rates and the price shelf, not predictions; the shelf-break falsifier is a price-lane observation that does not alter the Technical truth.

在线打开本发现 →

F033｜11｜有日期的催化剂：每一个都在回答一个具体问题

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；11｜有日期的催化剂：每一个都在回答一个具体问题

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）

- Kabutan flash on the H1 print: 53.2% progress against the full-year ordinary-profit plan (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、35；外部现实校验：31
- Progress arithmetic: 53.2% at the half against a 43.7% five-year average (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；外部现实校验：23、31；专项深挖：23、30、31
- Stake at 30 June 2026: 6.29% - the second-largest economic position after the custody account (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；专项深挖：30；同业比较：30；其他用途：历史
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接证据；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：Dated verdicts: the Q3 FY3/27 print (expected early February 2027) against the implied H2 bar of JPY 4,918m; any fundnote change report altering the 6.29% position or its purpose; and the FY3/27 full-year print (May 2027), where a second consecutive guidance beat would force the durability question. The 2027 annual meeting season is the deadline implied by the engagement escalation clause.
- 内部研究类型：CATALYST_CALENDAR
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Patience is cheap and information is scheduled; each verdict resolves one named question.
- 不确定性（原始记录）：Dates other than the meeting season are inferred from historical cadence, not confirmed schedules.

在线打开本发现 →

F034｜11｜金属涨价先放大价差，再吃掉现金，下行时方向相反

写入正文：11｜金属涨价先放大价差，再吃掉现金，下行时方向相反

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2026 cash flow: operating cash flow of JPY 1.4bn on pre-tax profit of JPY 8.8bn (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：19、20；其他用途：历史
- Working-capital structure: about JPY 87bn of receivables and JPY 30bn of inventory against JPY 55bn of payables (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、19；专项深挖：06、19
- H1 working-capital movement: payables +JPY 5.8bn funded receivables +JPY 3.6bn (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；外部现实校验：17；专项深挖：17、19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Working-capital absorption is the quiet risk in a rising market. If sales and metal prices keep rising into FY3/28, receivables and inventories will absorb the profit as in FY3/26 (operating cash flow of JPY 1.4bn on JPY 8.8bn of pre-tax profit), forcing either higher short-term debt or slower growth. Growth in this model consumes cash before it produces it.
- 内部研究类型：RISK_GROWTH_CASH_CONSUMPTION
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Record earnings could coexist with weaker cash and higher debt, tightening the capital-return capacity the thesis relies on.
- 不确定性（原始记录）：The filings give no receivable/inventory days target; the sign of the FY3/28 payable swing is unknowable now.

在线打开本发现 →

F035｜10｜高点放量留下的套牢区在 2,900–3,700 日元，反弹进入这一带会遇到卖盘

写入正文：10｜高点放量留下的套牢区在 2,900–3,700 日元，反弹进入这一带会遇到卖盘；14｜Kabugami 技术结构 5.85/13：旧区间已经不再约束价格，新区间尚未建立

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Volume and residence: September 2026 was the heaviest month in the series; 64% of all closes are below JPY 1,000 (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；同业比较：35；其他用途：历史
- The 2026 monthly path: staircase to May, climax in August, collapse in September (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The September 2026 register event cuts both ways: the heaviest volume month in the stock's history (3.15m shares) printed on the way down from JPY 4,095, leaving an overhead supply zone between JPY 2,900 and JPY 3,700 where the pulse's buyers are trapped. Recoveries into that zone meet motivated sellers until time or a filing clears it.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_OVERHANG_OBSERVATION
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Patience geometry for holders: resistance is a trapped-supply zone, not the high.
- 不确定性（原始记录）：Interpretation of the volume as distribution is a price-lane inference; it is context to, not a redefinition of, the protected Technical Synthesis.

在线打开本发现 →

F036｜10｜价格对公开信息的反应：先追买入资金，后卖掉创纪录的业绩

写入正文：10｜价格对公开信息的反应：先追买入资金，后卖掉创纪录的业绩

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27
- Annual high/low cross-check and the post-results close: JPY 2,470 on 6 November, -5.44% on the day (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The post-results fall of 5.44% on 6 November 2026, after record interim results and confirmed guidance (close JPY 2,470 from JPY 2,612), shows the marginal price-setter is currently the pulse's overhang, not the fundamentals tape. The register is digesting sponsorship change faster than it is repricing earnings.
- 内部研究类型：EVENT_RESPONSE_OBSERVATION
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Good news is not automatically retained in price; an unusually honest setup for a confirming Q3 print.
- 不确定性（原始记录）：A single session; causal attribution to overhang versus H2-bar caution is inferred.

在线打开本发现 →

F037｜10｜二十年停在 1,500 日元以下，2026 年被拉到 4,095 日元，两个月又退回四成

写入正文：10｜二十年停在 1,500 日元以下，2026 年被拉到 4,095 日元，两个月又退回四成；10｜价格已经离开旧区间，但新区间还没有站稳；15｜资料来源和截止日期

研究范围：开放研究

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 8065.T monthly OHLCV spine: 310 bars, all-time high JPY 4,095 (August 2026), low JPY 223 (November 2002) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- The 2026 monthly path: staircase to May, climax in August, collapse in September (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- Volume and residence: September 2026 was the heaviest month in the series; 64% of all closes are below JPY 1,000 (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；同业比较：35；其他用途：历史
- Annual high/low cross-check and the post-results close: JPY 2,470 on 6 November, -5.44% on the day (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30、34
- Long-history detail: a decade in a JPY 400-900 residence, then a three-year staircase (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：33；同业比较：34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The chart records a complete activist-era cycle in about six months: a staircase advance from the March low of JPY 2,206, climax at the all-time high of JPY 4,095 (17 August 2026), then the heaviest volume month in the stock's history (3.15m shares, September) on the way down to JPY 2,470. It is a failed pulse whose trapped supply sits between JPY 2,900 and JPY 3,700.
- 内部研究类型：PRICE_CYCLE_OBSERVATION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Shows the timing of engagement-driven sponsorship and its unwinding; a fundamental holder entering now faces overhead supply.
- 不确定性（原始记录）：This is an Open Discovery observation of price facts, not the Technical State; sponsor linkage is inferred from timing.

在线打开本发现 →

F038｜05｜护城河有三层，耐久度各不相同

写入正文：05｜护城河有三层，耐久度各不相同；14｜竞争优势与结构耐久性 8.12/14：网络和关系网有韧性，新增利润借自稀缺

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- The operating network: 41 domestic sites, 21 overseas bases, 1,068 employees (https://www.satoshoji.co.jp/ja/company/outline.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09、10；外部现实校验：03、07；专项深挖：03、07、09、10
- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24
- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；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 moat has three layers of different durability: the physical network (41 domestic and 21 overseas sites, slow to build and lose), the relationship register (cross-holdings that persist while the cross-holding era lasts, and it is ending by policy), and product availability in scarce materials (the AI-linked advantage, real but rented from the shortage). The FY3/22-FY3/26 ordinary-profit band (JPY 6.3-8.2bn through a price spike and a fall) is the empirical sum of the layers.
- 内部研究类型：MOAT_LAYER_DECOMPOSITION
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Capitalise the band on the moat's evidence and treat the step-up as an option on the newest, weakest layer.
- 不确定性（原始记录）：Moat assessment is inferential; no retention, share-of-wallet or pricing-power data exist publicly.

在线打开本发现 →

F039｜05｜这家公司没有技术壁垒，靠的是供货渠道和材料知识

写入正文：05｜这家公司没有技术壁垒，靠的是供货渠道和材料知识

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Capex and depreciation: JPY 2.3bn of tangible-asset purchases against JPY 1.4bn of depreciation (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：20；外部现实校验：04；专项深挖：04、20

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：As a trading house the company has no manufacturing R&D position and reports no R&D line. Its technical capital is materials know-how and network logistics; the plan lists DX within its JPY 15bn envelope. Technology reaches the P&L from outside, through customers' and makers' innovation (AI servers, electrified vehicles), and the edge is access to scarce new materials rather than invention.
- 内部研究类型：TECHNOLOGY_POSITION
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Do not underwrite a technology moat; underwrite access and know-how, which are relationship assets that makers can redirect.
- 不确定性（原始记录）：Maker allocation policies for scarce AI-linked materials are not public; no supplier concentration ratios exist.

在线打开本发现 →

F040｜08｜政策压力是一道棘轮，计划与外部提案指向同一批杠杆

写入正文：08｜政策压力是一道棘轮，计划与外部提案指向同一批杠杆

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：13；专项深挖：13
- Fourth mid-term plan (FY2026-FY2028): final-year targets already below current guidance (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The binding policy forces are governance-side: TSE capital-efficiency pressure on sub-1.0x PBR companies (answered by the plan's PBR target) and Corporate Governance Code pressure to reduce cross-holdings. The fundnote agenda invokes the same forces. No operating licence, price control or trade restriction material to the business was found.
- 内部研究类型：POLICY_RATCHET
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The ratchet obliges management to keep addressing the discount drivers even if the engagement holder exits.
- 不确定性（原始记录）：The company's internal cross-holding roadmap is not public in the sources read.

在线打开本发现 →

F041｜06｜汇率暴露在利润表上看不出来，但缺少披露

写入正文：06｜汇率暴露在利润表上看不出来，但缺少披露；13｜三信工业是谁，汇率暴露有多大？

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- H1 FY3/2027 results (5 November 2026): record interim lines, guidance left unchanged (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、35
- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Macro and FX exposure looks managed at the P&L line (H1 FY3/27 FX gain of JPY 90m versus a JPY 81m loss a year earlier, trivial against ordinary profit of JPY 5,582m), but no sensitivity table, hedging policy or currency mix of the overseas book is disclosed. Translation exposure sits in net assets; macro is second-order versus the named cycles.

- 内部研究类型：MACRO_EXPOSURE_UNKNOWN
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Becomes first-order only if overseas net-asset exposure grows much faster than the hedging habit.
- 不确定性（原始记录）：Inference from outcomes only; the FY3/27 securities report's derivative note is the next evidence.

在线打开本发现 →

F042｜06｜分部从六个变成七个，增长率不能直接跨口径比较

写入正文：06｜分部从六个变成七个，增长率不能直接跨口径比较

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）

- Segment restructure note: six segments become seven under the fourth plan's portfolio review (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：07；其他用途：历史
- Segment change disclosed in Q1: overseas carved out, domestic sites re-mapped, comparatives restated (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：15；专项深挖：07、15
- Accounting quality: special items small at full-year level, no audit qualifications, J-GAAP (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；专项深挖：32
- The harvest pattern: Q1 FY3/26 net income included JPY 489m of securities-sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：28、32；专项深挖：28、32；同业比较：16；其他用途：历史
- H1 cleanliness: special gains of JPY 9m against JPY 570m in the prior-year half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The FY3/27 restructure from six to seven segments breaks segment history: prior periods are restated where shown, but no full-year seven-segment history exists. Together with the harvest pattern and the formula-dividend payout trap, these presentation traps are not misconduct. The company's special-profit lines and restated comparatives supply the antidote, and no audit qualification, restatement or correction report was found.
- 内部研究类型：ACCOUNTING_PRESENTATION_TRAP
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Run comparisons on ordinary profit and restated segments; payout ratios on reported EPS misstate the policy rate.
- 不确定性（原始记录）：Tax-effect detail behind the deemed rate is not public.

在线打开本发现 →

F043｜02｜上市公司本身就是经营主体，增量来自子公司

写入正文：02｜上市公司本身就是经营主体，增量来自子公司

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Parent-only results: the listed parent is itself the core trading house (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The listed parent is itself the operating core, not a holding shell: parent-only FY3/26 sales JPY 240,764m (-0.2%), ordinary profit JPY 5,240m (-2.5%), net income JPY 4,364m (-9.8%), equity ratio 39.9%. The consolidated uplift (ordinary profit JPY 8,162m) is the subsidiaries' contribution, increasingly the overseas group.
- 内部研究类型：PERIMETER_FACT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Group profit growth is increasingly generated outside the parent, where cash upstreaming and non-controlling claims are undisclosed.
- 不确定性（原始记录）：Subsidiary financials, minority claims and upstreaming constraints are not disclosed.

在线打开本发现 →

F044｜06｜资金来自贸易信用和短期借款，资产负债表在持续修复

写入正文：06｜资金来自贸易信用和短期借款，资产负债表在持续修复；14｜财务韧性与下行防御 8.84/13：稳健，但前提是周期和供应商信心

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）

- Cash-flow indicator history: equity ratio rebuilt from 33.2% to 42.3% in four years (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；专项深挖：17；同业比较：18、25；其他用途：历史
- Borrowings structure: funding is short-term and bank-based, long-term debt nearly absent (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：25；外部现实校验：18；专项深挖：18、25
- H1 deleveraging: JPY 6.3bn of borrowings repaid in six months from operating cash flow (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18；专项深挖：18
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、18；外部现实校验：19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The equity ratio climbed five straight years (33.2% FY3/22 to 42.3% FY3/26, 43.2% at September 2026). Borrowings fell from JPY 36.5bn to JPY 30.4bn in H1 FY3/27, with net debt from about JPY 30.5bn to about JPY 25.1bn. Cash-flow-to-debt and interest-coverage ratios swing violently (26.3 years and 3.5x in FY3/26) because operating cash flow is hostage to working-capital timing.
- 内部研究类型：BALANCE_SHEET_RESILIENCE

- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Solvency risk is not the constraint; earnings and valuation risk are. Watch payables and short-term debt together.
- 不确定性（原始记录）：Off-balance-sheet obligations and covenant terms are not quantified in the summaries read.

在线打开本发现 →

F045｜09｜下行情形：回到旧区间，仍有 9 至 10 倍常态盈利和资产托底

写入正文：09｜下行情形：回到旧区间，仍有 9 至 10 倍常态盈利和资产托底

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）

- Policy portfolio: investment securities of JPY 22.8bn, unrealised gains of JPY 12.0bn in OCI (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21、29；专项深挖：21、29
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史
- Multiples at 6 November 2026: PER 6.3x on guidance, 7.9x on FY3/26 EPS, yield 4.25% (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：29；专项深挖：27、34
- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Downside is referenced to book value per share of about JPY 3,866 against JPY 2,470, a securities portfolio already marked to market, land at cost, a 43.2% equity ratio, trade-form debt that shrinks with sales, a 4.25% yield under a formula floor, and an ordinary-profit floor of JPY 6.3bn across FY3/22-FY3/26. A reversion to the old band still leaves about 9-10x normalised earnings with an asset third of the balance sheet.
- 内部研究类型：DOWNSIDE_REFERENCE_LEVELS
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The realistic downside case is time and a return to band earnings rather than impairment of the asset base; sizing should reflect that.
- 不确定性（原始记录）：No liquidation analysis; receivable quality under customer-failure stress is undocumented.

在线打开本发现 →

F046｜09｜没有机构一致预期可对照，公司指引就是预期基准

写入正文：09｜没有机构一致预期可对照，公司指引就是预期基准；15｜证据的限制：哪些事实还没有被证实

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- The discount debate in print: PBR 0.78x in October against a company target of 1.0x or more (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、31；外部现实校验：09、27；专项深挖：08、09、27、31；同业比较：13、23；其他用途：历史
- Kabutan flash on the H1 print: 53.2% progress against the full-year ordinary-profit plan (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30、35；外部现实校验：31
- Progress arithmetic: 53.2% at the half against a 43.7% five-year average (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；外部现实校验：23、31；专项深挖：23、30、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：No institutional analyst consensus was located for this thinly covered small cap. Commentary found is independent retail-side analysis and market-press reporting, so guidance itself, read through the company's progress-rate track record, is the operative expectation benchmark. Guidance revisions and engagement filings therefore move the price directly.
- 内部研究类型：EXPECTATIONS_ENVIRONMENT
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Calibrate 'surprise' against guidance and the five-year progress pattern, not second-hand consensus numbers.
- 不确定性（原始记录）：Paid or commissioned research was not exhaustively verified.

在线打开本发现 →

F047｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期；13｜三信工业是谁，汇率暴露有多大？

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）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史
- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Sanshin Kogyo holds 7.70% (1,590,000 shares), the largest non-custody registered holder. Its relationship to the founding family is not established in the sources read, so the effective free float and the real counterparty map for any engagement campaign are uncertain.
- 内部研究类型：COUNTERPARTY_CROSS_HOLDING_AND_RESEARCH_DEBT

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：If founding-family-related, it is the register's anchor block and the effective counterparty to engagement; if merely a legacy holder, free float is larger than it looks.
- 不确定性（原始记录）：Nature of the holder is unresolved in public sources.

在线打开本发现 →

F048｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：NOK Corporation holds 3.00% (619,000 shares), an automotive parts maker inside the same commercial-vehicle supply web.
- 内部研究类型：COUNTERPARTY_CROSS_HOLDING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Trade-motivated stability, indifferent to the valuation debate.
- 不确定性（原始记录）：Trade volume with the company is not disclosed.

在线打开本发现 →

F049｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Japan CMK holds 3.00% (612,000 shares). It is a printed-wiring-board maker on the customer side of the domestic electronics laminate trade, and itself a company in which fundnote has built a large stake in 2026.
- 内部研究类型：COUNTERPARTY_CROSS_HOLDING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：The holding stabilises a customer relationship, while the shared presence of the engagement fund hints at a supply-chain-wide capital-efficiency campaign.

- 不确定性（原始记录）：The fundnote presence at CMK is a link from the research notes; not independently verified in this pass.

在线打开本发现 →

F050｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Sanyo Special Steel holds 2.40% (499,000 shares), a special-steel maker on the supplier side of the steel segment.
- 内部研究类型：COUNTERPARTY_CROSS_HOLDING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Supply-chain cross-holding secures relationships at the cost of float and governance responsiveness.
- 不确定性（原始记录）：Purchase volumes and allocation terms are not disclosed.

在线打开本发现 →

F051｜04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

写入正文：04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- External comparison (October 2026): PBR 0.78x despite the plan's 1.0x target - the valuation-gap debate (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hanwa is the largest independent steel trading house, competing across the same steel, non-ferrous and materials distribution in Japan and Asia; it is the scale benchmark.
- 内部研究类型：COMPETITOR
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Its rating frames what the market pays for steel distribution at scale.
- 不确定性（原始记录）：Peer multiples were not rebuilt in this pass.

在线打开本发现 →

F052｜04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

写入正文：04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Demand base: commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor the domestic book (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：05、08、11；专项深挖：05、08、11；同业比较：09；其他用途：历史
- The discount debate in print: PBR 0.78x in October against a company target of 1.0x or more (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、31；外部现实校验：09、27；专项深挖：08、09、27、31；同业比较：13、23；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Okaya & Co. is a Nagoya-based steel and machinery trading house in the same central-Japan industrial belt and customer industries, with a similar mix, register and sub-1.0x PBR history.
- 内部研究类型：COMPETITOR
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Its trajectory is evidence on whether the steel-trader cohort re-rates on capital policy or only on earnings.
- 不确定性（原始记录）：Win/loss and share data are not public.

在线打开本发现 →

F053｜04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

写入正文：04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Demand base: commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor the domestic book (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：05、08、11；专项深挖：05、08、11；同业比较：09；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Shinsho is the Kobe Steel-group trading house competing in steel, non-ferrous and materials distribution; its parentage gives it a different register logic.
- 内部研究类型：COMPETITOR
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：By contrast it isolates how unusual Sato Shoji's combination of independence and cross-holding is.
- 不确定性（原始记录）：Not benchmarked quantitatively here.

在线打开本发现 →

F054｜03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

写入正文：03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Demand base: commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor the domestic book (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：05、08、11；专项深挖：05、08、11；同业比较：09；其他用途：历史
- Steel segment: 60% of sales, profit falling on material-price declines in FY3/26 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12；专项深挖：12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Japanese commercial-vehicle industry (truck and bus production, with Isuzu its emblematic producer and shareholder) drives core steel and non-ferrous volumes.
- 内部研究类型：END_MARKET
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The domestic P&L's master variable; a downturn removes the volume base under the steel spread and no domestic mix shift yet replaces it.
- 不确定性（原始记录）：Customer-level exposure is undisclosed.

在线打开本发现 →

F055｜03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

写入正文：03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

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）

- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：AI-server high-function materials and semiconductor/LCD/HDD parts demand (AI data-centre and semiconductor capital expenditure) drives the Overseas Group and electronics growth behind the FY3/27 step-up.
- 内部研究类型：END_MARKET
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：The fastest-growing and least company-controlled demand pool; its capex cycle will date-stamp whether the step-up was structural.
- 不确定性（原始记录）：The AI-linked share of overseas revenue is not disclosed.

在线打开本发现 →

F056｜07｜fundnote 是第一个有能力和这套结构谈判的外部经济持有人

写入正文：07｜fundnote 是第一个有能力和这套结构谈判的外部经济持有人；13｜fundnote 现在还持有多少，打算怎么做？

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）

- Stake at 30 June 2026: 6.29% - the second-largest economic position after the custody account (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：30；同业比较：30；其他用途：历史
- fundnote change report (July 2026): stake raised to 6.29% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接证据；同业比较：24；其他用途：历史
- Top-ten detail at September 2026: custody 8.2%, Sanshin Kogyo 7.7%, Isuzu 7.0% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：24；专项深挖：24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What is fundnote/Kaihou's current position and intention? The last filing shows 6.29% at 30 June 2026; no reduction filing was located through 9 November 2026. A change report in either direction, or a purpose change to 'important proposals', is the single most informative document that can appear.
- 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）：Decides whether the governance leg is a campaign or a trade; an exit without concession falsifies that leg.
- 不确定性（原始记录）：Absence of a located filing is an evidentiary gap, not a confirmed exit.

在线打开本发现 →

F057｜03｜价格与销量拆不开，第一份全年海外数据要等到 2027 年 5 月

写入正文：03｜价格与销量拆不开，第一份全年海外数据要等到 2027 年 5 月；13｜海外集团的上半年暴增，有多少是价格，有多少是销量？

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）

- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35

- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15、16
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：How much of the overseas group's H1 surge is price and how much is volume? Metal-price inflation flatters both sales and spread, and the filings do not split the JPY 2,052m into volume, mix and price effects. The durability verdict depends on that split; no tonnage disclosure exists for revenue quality.
- 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 the step-up is structural mix or a priced-in cycle.
- 不确定性（原始记录）：Resolvable only through segment margin behaviour in future prints or any volume disclosure.

在线打开本发现 →

F058｜13｜隐含的下半年门槛撑得住吗？

写入正文：13｜隐含的下半年门槛撑得住吗？

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）

- November stance: guidance and dividend both marked 'no revision' at the record interim print (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：35
- Progress arithmetic: 53.2% at the half against a 43.7% five-year average (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；外部现实校验：23、31；专项深挖：23、30、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Does the implied second half hold? Guidance embeds H2 ordinary profit of about JPY 4,918m (+5.9%) after H1 of JPY 5,582m (+58.6%). The Q3 print (expected early February 2027) will show whether the low bar was conservatism or information.
- 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 nearest dated verdict on durability and on the guidance-credibility question.
- 不确定性（原始记录）：Q3 disclosure date is unpublished.

在线打开本发现 →

F059｜13｜第四次中期计划会上调吗？

写入正文：13｜第四次中期计划会上调吗？

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Fourth mid-term plan (FY2026-FY2028): final-year targets already below current guidance (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Will the fourth mid-term plan be revised upward? Its final-year targets were exceeded by first-year guidance, yet its PBR target is unmet at 0.64x. A revision would reveal which leg management thinks is real, the earnings or the valuation.
- 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）：Signals whether management treats the step-up as structural.
- 不确定性（原始记录）：No statement from management on revision timing.

在线打开本发现 →

F060｜08｜政策持股是公司里最大的一笔资本配置，相当于贸易商里的一家投资公司

写入正文：08｜政策持股是公司里最大的一笔资本配置，相当于贸易商里的一家投资公司；13｜政策持股有没有减持目标？回购为什么这么小，库存股最终去哪？

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）

- Policy portfolio: investment securities of JPY 22.8bn, unrealised gains of JPY 12.0bn in OCI (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21、29；专项深挖：21、29
- Accounting quality: special items small at full-year level, no audit qualifications, J-GAAP (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；专项深挖：32
- The harvest pattern: Q1 FY3/26 net income included JPY 489m of securities-sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：28、32；专项深挖：28、32；同业比较：16；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Is there a numeric reduction target or timetable for the JPY 23.7bn policy-shareholding portfolio (about 30% of net assets)? Sales generated JPY 740-872m of gains a year in FY3/25-FY3/26, but no terminal size has been disclosed.

- 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 disclosed reduction path would unlock the asset-backing and ROIC arguments and change future profit noise.
- 不确定性（原始记录）：Name-level detail sits in the securities report, not read at summary level.

在线打开本发现 →

F061｜06｜经营现金流是应付账款的时点变量，不是盈利质量的判决

写入正文：06｜经营现金流是应付账款的时点变量，不是盈利质量的判决；13｜新利润水平下的正常化现金转化是多少？

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）

- Working-capital structure: about JPY 87bn of receivables and JPY 30bn of inventory against JPY 55bn of payables (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、19；专项深挖：06、19
- H1 working-capital movement: payables +JPY 5.8bn funded receivables +JPY 3.6bn (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19；外部现实校验：17；专项深挖：17、19
- FY3/2026 cash flow: operating cash flow of JPY 1.4bn on pre-tax profit of JPY 8.8bn (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17；同业比较：19、20；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What is the normalised cash conversion of the new earnings level? If FY3/28 sales grow again, working capital will absorb cash as in FY3/26, and the filings give no receivable/inventory days target against which to judge whether absorption is structural or improving.
- 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）：Governs dividend cover and debt trajectory if growth continues.
- 不确定性（原始记录）：A five-year cumulative cash conversion computation was not assembled.

在线打开本发现 →

F062｜03｜价格与销量拆不开，第一份全年海外数据要等到 2027 年 5 月

写入正文：03｜价格与销量拆不开，第一份全年海外数据要等到 2027 年 5 月；13｜海外集团按新口径的完整一年赚多少？

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）

- Segment restructure note: six segments become seven under the fourth plan's portfolio review (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：07；其他用途：历史
- Segment change disclosed in Q1: overseas carved out, domestic sites re-mapped, comparatives restated (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：15；专项深挖：07、15
- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：What did the overseas group earn for a full year on the new segment basis? History on the seven-segment map only accumulates from FY3/27, so the first full-year figure arrives with the May 2027 print; until then the durability debate runs on two halves of data.
- 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）：Provides the first run-rate test against the falsifier of about JPY 2.5bn annualised.
- 不确定性（原始记录）：Dependent on May 2027 disclosure, after the Review cutoff.

在线打开本发现 →

F063｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期；14｜商业结构、产品、客户与关键依赖 6.05/11：品种分散，利润却压在两个外部周期上

归并到：F017

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Isuzu holds 7.00% (1,451,000 shares) at September 2026 and is simultaneously a core customer-industry anchor. This is a stable trade-motivated block that anchors the register against change while tying the equity story to truck production, and it will neither sell on price nor agitate for capital change.
- 内部研究类型：CAPITAL_AND_CUSTOMER_LINK
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F064｜07｜fundnote 是第一个有能力和这套结构谈判的外部经济持有人

写入正文：07｜fundnote 是第一个有能力和这套结构谈判的外部经济持有人；14｜治理、所有权与管理层 3.5/7：交付记录干净，但名册长期缺乏市场约束

归并到：F008

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- fundnote files initial 5.16% large-shareholding report (May 2026): Kaihou-advised engagement money (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：24；其他用途：历史
- fundnote change report (July 2026): stake raised to 6.29% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Engagement holder 5.16% at 15 May 2026 rising to 6.29% at 30 June 2026, held as trust assets on Kaihou's advice. The filed purpose is stewardship dialogue on IR, capital efficiency and governance with an escalation clause. Its next change report is itself a governance event and re-prices the policy portfolio and PBR target.
- 内部研究类型：CAPITAL_ENGAGEMENT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F065｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期；13｜三信工业是谁，汇率暴露有多大？

归并到：F047

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Sanshin Kogyo holds 7.70% at September 2026, the largest non-custody holder; its relationship to the founding family is not established. If family-related it is the anchor block and counterparty to engagement; otherwise free float is larger than it looks.
- 内部研究类型：CAPITAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F066｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

归并到：F048

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：NOK holds 3.00% at September 2026, an automotive parts maker in the same commercial-vehicle supply web: another trade-motivated cross-holding, supportive of stability, indifferent to the valuation debate, part of the roughly 42% top-ten block that any capital-policy change must be negotiated around.
- 内部研究类型：CAPITAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F067｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

归并到：F049

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Japan CMK holds 3.00% and is the customer side of the domestic electronics laminate trade. The holding stabilises a customer relationship, and the shared presence of the same engagement fund in both registers hints at a supply-chain-wide capital-efficiency campaign rather than a single-name trade.
- 内部研究类型：CAPITAL_AND_CUSTOMER_LINK
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F068｜07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

写入正文：07｜几家大股东同时是客户或供应商，稳定了贸易，也绑定了周期

归并到：F050

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Sanyo Special Steel holds 2.40% at September 2026, the supplier side of the steel book. Supplier-side cross-holding completes the register's logic: the company is held by the chain it distributes for, securing supply and demand relationships at the cost of float and governance responsiveness.
- 内部研究类型：CAPITAL_AND_SUPPLIER_LINK
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F069｜04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

写入正文：04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

归并到：F051

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- External comparison (October 2026): PBR 0.78x despite the plan's 1.0x target - the valuation-gap debate (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Hanwa, the largest independent steel trading house, competes across the same flows; its larger throughput and market rating frame what the market pays for steel distribution at scale and is the ceiling reference for the re-rating debate.
- 内部研究类型：COMPETITOR
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F070｜04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

写入正文：04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

归并到：F052

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Demand base: commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor the domestic book (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使

用：直接证据；外部现实校验：05、08、11；专项深挖：05、08、11；同业比较：09；其他用途：历史
- The discount debate in print: PBR 0.78x in October against a company target of 1.0x or more (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、31；外部现实校验：09、27；专项深挖：08、09、27、31；同业比较：13、23；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Okaya is a like-for-like register with similar mix, similar cross-held structure and sub-1.0x PBR history; its trajectory is evidence on whether the cohort re-rates on capital policy or only on earnings cycles.
- 内部研究类型：COMPETITOR
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F071｜04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

写入正文：04｜同业能提供量级和估值参照，却没有份额数据可对照

归并到：F053

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Demand base: commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor the domestic book (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：05、08、11；专项深挖：05、08、11；同业比较：09；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Shinsho, the Kobe Steel-group comparator, has a different register logic because of its parent, isolating by contrast how unusual Sato Shoji's combination of independence and cross-holding is.
- 内部研究类型：COMPETITOR
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F072｜03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

写入正文：03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

归并到：F054

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Demand base: commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor the domestic book (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使

用：直接 / 支持；外部现实校验：05、08、11；专项深挖：05、08、11；同业比较：09；其他用途：历史
- Steel segment: 60% of sales, profit falling on material-price declines in FY3/26 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12；专项深挖：12
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Truck and bus production drives the core steel and non-ferrous volumes; a commercial-vehicle downturn would remove the volume base under the steel spread, and no domestic mix shift yet replaces it.
- 内部研究类型：END_MARKET
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F073｜03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

写入正文：03｜两个互不相关的周期，撑起了全部利润

归并到：F055

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）

- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15、16
- Segment restructure note: six segments become seven under the fourth plan's portfolio review (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：支持证据；同业比较：07；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：AI-server materials and semiconductor/LCD/HDD parts demand drives the Overseas Group and electronics growth that produced the FY3/27 step-up; it is the growth P&L's master variable and the least company-controlled.
- 内部研究类型：END_MARKET
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F074｜06｜上半年增长在营业层面是干净的，7 月上调幅度揭示了拐点的突然

写入正文：06｜上半年增长在营业层面是干净的，7 月上调幅度揭示了拐点的突然

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）

- Q1 FY3/2027 results: operating profit +28.6%, net income -8.7% against one-off-flattered prior year (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据
- Q1 FY3/2026 comparative: prior-year quarter carried JPY 489m of policy-share sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：32；其他用途：历史
- H1 cleanliness: special gains of JPY 9m against JPY 570m in the prior-year half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Harvest-year distortion means net income comparisons overstate or understate operating change; the H1 FY3/27 break is clean only because special gains were near zero, and the base effect depressed Q1 net income.
- 内部研究类型：QUALIFIES
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F075｜11｜金属涨价先放大价差，再吃掉现金，下行时方向相反

写入正文：11｜金属涨价先放大价差，再吃掉现金，下行时方向相反

归并到：F094

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- FY3/2026 cash flow: operating cash flow of JPY 1.4bn on pre-tax profit of JPY 8.8bn (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17；同业比较：19、20；其他用途：历史
- H1 working-capital movement: payables +JPY 5.8bn funded receivables +JPY 3.6bn (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19；外部现实校验：17；专项深挖：17、19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Payable-driven swings in operating cash flow in both directions show that growth consumes cash before it produces it, which is the mechanism behind the FY3/28 absorption risk.
- 内部研究类型：REINFORCES
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F076｜08｜利润抬高了，股东回报率未必同步：同一笔利润从两个角度看

写入正文：08｜利润抬高了，股东回报率未必同步：同一笔利润从两个角度看

归并到：F088

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Policy portfolio: investment securities of JPY 22.8bn, unrealised gains of JPY 12.0bn in OCI (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21、29；专项深挖：21、29
- FY3/2026 balance sheet: 42.3% equity ratio, large securities portfolio, net debt (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；同业比较：21、29；其他用途：历史
- Five-year path (EDINET-derived): ordinary profit JPY 6.3bn to JPY 8.2bn, ROE around 9-12% (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接证据；一手验证：28；同业比较：01、22、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Low-return capital in the policy portfolio plus working-capital-heavy funding holds ROE and ROIC near the cost of capital and sustains the sub-1.0x PBR.
- 内部研究类型：CAUSES_DRAG
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F077｜01｜这只股票值不值得买，取决于 2026 年这次利润上移能不能留住

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜这只股票值不值得买，取决于 2026 年这次利润上移能不能留住；14｜综合得分 57.41/100，评级 B，观望为主

归并到：F093

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15、16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Named upgrade drivers are all external cycle variables, which is the counter-hypothesis to the mix-shift thesis and the reason durability, not delivery, is the contested variable.

- 内部研究类型：COUNTER_EVIDENCE_TO
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F078｜09｜价格几乎没有给持续性定价，折价是对新增利润的折价

写入正文：09｜价格几乎没有给持续性定价，折价是对新增利润的折价；12｜没有单独拎出来的全新结论，但有几处联系单看财报不容易发现；14｜估值与安全边际 10.5/15：折价主要是对持续性的折价，下行有资产和旧区间盈利托底

归并到：F031

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史
- Multiples at 6 November 2026: PER 6.3x on guidance, 7.9x on FY3/26 EPS, yield 4.25% (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：29；专项深挖：27、34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：On normalised earnings the discount to book is a durability discount on the step-up; the same price is 6.3x guided earnings and 9-10x clean earnings.
- 内部研究类型：EXPLAINS_DISCOUNT
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F079｜05｜增长最快的利润层，站在最弱的护城河层上

写入正文：05｜增长最快的利润层，站在最弱的护城河层上；12｜没有单独拎出来的全新结论，但有几处联系单看财报不容易发现；14｜竞争优势与结构耐久性 8.12/14：网络和关系网有韧性，新增利润借自稀缺

归并到：F090

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15、16
- The operating network: 41 domestic sites, 21 overseas bases, 1,068 employees (https://www.satoshoji.co.jp/ja/company/outline.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09、10；外部现实校验：03、07；专项深挖：03、07、09、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The newest and fastest-growing profit pool sits on the moat's weakest layer, scarcity availability, while the oldest pools sit on its strongest, so reported growth and franchise durability moved in opposite directions in H1 FY3/27.
- 内部研究类型：RESTS_ON_WEAKEST_LAYER
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F080｜08｜政策压力是一道棘轮，计划与外部提案指向同一批杠杆

写入正文：08｜政策压力是一道棘轮，计划与外部提案指向同一批杠杆

归并到：F092

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接证据；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：The plan's own levers (PBR at least 1.0x, ROIC 6.0%, JPY 15bn investment) and the engagement filing's agenda (IR, capital efficiency, governance) point at the same levers from inside and outside; the tension is pace and authorship.
- 内部研究类型：CONVERGES_WITH
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F081｜07｜股东名册和股价走势在这只股票里是同一个机制

写入正文：07｜股东名册和股价走势在这只股票里是同一个机制；10｜价格对公开信息的反应：先追买入资金，后卖掉创纪录的业绩；12｜没有单独拎出来的全新结论，但有几处联系单看财报不容易发现

归并到：F089

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24
- Stake at 30 June 2026: 6.29% - the second-largest economic position after the custody account (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：30；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 register's historical insulation from valuation pressure is challenged by the first outside stake large enough to negotiate with it.
- 内部研究类型：INSULATION_CHALLENGED_BY
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F082｜07｜股东名册和股价走势在这只股票里是同一个机制

写入正文：07｜股东名册和股价走势在这只股票里是同一个机制；10｜价格对公开信息的反应：先追买入资金，后卖掉创纪录的业绩；12｜没有单独拎出来的全新结论，但有几处联系单看财报不容易发现

归并到：F089

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Volume and residence: September 2026 was the heaviest month in the series; 64% of all closes are below JPY 1,000 (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；同业比较：35；其他用途：历史
- Annual high/low cross-check and the post-results close: JPY 2,470 on 6 November, -5.44% on the day (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：30、34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The trapped-supply zone left by the September volume event is the proposed context for why record results were sold, an inference not a proven attribution.
- 内部研究类型：CONTEXT_FOR
- 内部来源标记：TECHNICAL

在线打开本发现 →

F083｜09｜估值简报：2026 年 11 月 6 日收盘，口径要分清

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；09｜估值简报：2026 年 11 月 6 日收盘，口径要分清；15｜资料来源和截止日期；15｜研究目的与免责声明

归并到：F030

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）

- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27
- Multiples at 6 November 2026: PER 6.3x on guidance, 7.9x on FY3/26 EPS, yield 4.25% (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：29；专项深挖：27、34
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The snapshot's 0.67x PBR and JPY 53.84bn capitalisation use FY3/26 BPS and issued shares, whereas the 0.64x and JPY 51.2bn figures use September book and ex-treasury shares; both are retained and denominators must be named.
- 内部研究类型：BASIS_QUALIFIES
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F084｜09｜没有机构一致预期可对照，公司指引就是预期基准

写入正文：09｜没有机构一致预期可对照，公司指引就是预期基准；11｜最近的一次检验：下半年门槛低得像保守，也可能是真的谨慎；12｜没有单独拎出来的全新结论，但有几处联系单看财报不容易发现

归并到：F091

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- November stance: guidance and dividend both marked 'no revision' at the record interim print (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：35
- Progress arithmetic: 53.2% at the half against a 43.7% five-year average (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；外部现实校验：23、31；专项深挖：23、30、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The implied H2 bar is the first scheduled test of the falsification core.
- 内部研究类型：TESTED_BY
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F085｜10｜价格对公开信息的反应：先追买入资金，后卖掉创纪录的业绩

写入正文：10｜价格对公开信息的反应：先追买入资金，后卖掉创纪录的业绩

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- The 2026 monthly path: staircase to May, climax in August, collapse in September (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34
- Volume and residence: September 2026 was the heaviest month in the series; 64% of all closes are below JPY 1,000 (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；同业比较：35；其他用途：历史
- Annual high/low cross-check and the post-results close: JPY 2,470 on 6 November, -5.44% on the day (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、34
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：支持证据；一手验证：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The register-by-price mechanism is a fundamental-lane context that relates to the protected Technical Synthesis as a whole. It supplies price-response context only and neither redefines nor flattens the independent Pure Technical Truth.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_CONTEXT
- 内部来源标记：TECHNICAL

在线打开本发现 →

F086｜01｜什么会推翻这个判断

写入正文：01｜什么会推翻这个判断；10｜技术上要看什么来确认，什么会推翻

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Kabutan flash on the H1 print: 53.2% progress against the full-year ordinary-profit plan (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、35；外部现实校验：31
- The 2026 monthly path: staircase to May, climax in August, collapse in September (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：15、16
- External comparison (October 2026): PBR 0.78x despite the plan's 1.0x target - the valuation-gap debate (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The fundamentally positive earnings step-up and thesis do not rewrite the independent Technical State; the two lanes are compared only for timing and consistency, and a non-confirming technical read stands as its own truth.
- 内部研究类型：INDEPENDENCE_BOUNDARY
- 内部来源标记：TECHNICAL

在线打开本发现 →

F087｜02｜基本面貌：靠关系和网络维持的价差机器，外加一层没验证过的新利润

写入正文：02｜基本面貌：靠关系和网络维持的价差机器，外加一层没验证过的新利润；05｜增长最快的利润层，站在最弱的护城河层上

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（31 项；重复标签已按来源合并）

- Company outline: legal name, English name, founding, capital, network (https://www.satoshoji.co.jp/ja/company/outline.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03

- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史
- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24
- Top-ten detail at September 2026: custody 8.2%, Sanshin Kogyo 7.7%, Isuzu 7.0% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24；专项深挖：24
- Unit economics: 8.2% gross margin, 5.6% SG&A ratio - a distribution spread model (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、16；专项深挖：02、16
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、16
- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- The operating network: 41 domestic sites, 21 overseas bases, 1,068 employees (https://www.satoshoji.co.jp/ja/company/outline.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09、10；外部现实校验：03、07；专项深挖：03、07、09、10
- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Capex and depreciation: JPY 2.3bn of tangible-asset purchases against JPY 1.4bn of depreciation (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20；外部现实校验：04；专项深挖：04、20
- Working-capital structure: about JPY 87bn of receivables and JPY 30bn of inventory against JPY 55bn of payables (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、19；专项深挖：06、19
- H1 working-capital movement: payables +JPY 5.8bn funded receivables +JPY 3.6bn (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19；外部现实校验：17；专项深挖：17、19
- Borrowings structure: funding is short-term and bank-based, long-term debt nearly absent (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；外部现实校验：18；专项深挖：18、25
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18；外部现实校验：19
- H1 deleveraging: JPY 6.3bn of borrowings repaid in six months from operating cash flow (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18；专项深挖：18

- Cash-flow indicator history: equity ratio rebuilt from 33.2% to 42.3% in four years (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；专项深挖：17；同业比较：18、25；其他用途：历史
- Policy portfolio: investment securities of JPY 22.8bn, unrealised gains of JPY 12.0bn in OCI (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21、29；专项深挖：21、29
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史
- Land carried at JPY 14.4bn historical cost inside a JPY 52.0bn fixed-asset base (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；专项深挖：21
- FY3/2026 balance sheet: 42.3% equity ratio, large securities portfolio, net debt (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；同业比较：21、29；其他用途：历史
- Five-year path (EDINET-derived): ordinary profit JPY 6.3bn to JPY 8.2bn, ROE around 9-12% (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；同业比较：01、22、33；其他用途：历史
- FY3/2026 consolidated results: all four headline lines at record highs (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；同业比较：28；其他用途：历史
- Delivery record: third plan's final-year targets met, all four headline lines at records (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23；专项深挖：23
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：13；专项深挖：13
- Multiples at 6 November 2026: PER 6.3x on guidance, 7.9x on FY3/26 EPS, yield 4.25% (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：29；专项深挖：27、34
- Parent-only results: the listed parent is itself the core trading house (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据
- The harvest pattern: Q1 FY3/26 net income included JPY 489m of securities-sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28、32；专项深挖：28、32；同业比较：16；其他用途：历史
- Steel segment: 60% of sales, profit falling on material-price declines in FY3/26 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12；专项深挖：12
- Demand base: commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor the domestic book (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、08、11；专项深挖：05、08、11；同业比较：09；其他用途：历史
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable band-earner carrying a dated option on a band shift｜The durable core is a relationship machine: a 62-site network, a register in which customers, suppliers and banks hold the equity, and a distribution spread that kept ordinary profit in a JPY 6.3-8.2bn band through a price spike, a price fall and a demand rotation. 2026 added a new overseas AI-linked earnings layer at 39% of segment profit that is unproven, cyclical at both ends and earned on the thinnest moat layer. The balance sheet is a working-capital machine funded by trade credit, strengthening through the cycle (equity ratio 33.2% to 43.2%), with capital drag from the policy portfolio keeping ROIC near 5%.
- 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）：Capitalise the band on the core and treat the step-up as an option exercised at the February 2027 print; downside is referenced to band earnings and asset backing.
- 不确定性（原始记录）：Durability of the step-up is unproven; moat assessment is inferential; segment history on the new basis only starts in FY3/27.

在线打开本发现 →

F088｜08｜利润抬高了，股东回报率未必同步：同一笔利润从两个角度看

写入正文：08｜利润抬高了，股东回报率未必同步：同一笔利润从两个角度看

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（22 项；重复标签已按来源合并）

- Dividend policy: 30% of deemed profit with a floor; FY3/26 final dividend raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：26
- Dividend mechanics: the JPY 105 forecast is the formula's output, not a discretionary gesture (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：26；专项深挖：26
- Interim dividend of JPY 50 declared; year-end forecast of JPY 55 reconfirmed in November (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18；外部现实校验：19
- Policy portfolio: investment securities of JPY 22.8bn, unrealised gains of JPY 12.0bn in OCI (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21、29；专项深挖：21、29
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史
- Borrowings structure: funding is short-term and bank-based, long-term debt nearly absent (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；外部现实校验：18；专项深挖：18、25

- H1 deleveraging: JPY 6.3bn of borrowings repaid in six months from operating cash flow (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18；专项深挖：18
- Working-capital structure: about JPY 87bn of receivables and JPY 30bn of inventory against JPY 55bn of payables (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、19；专项深挖：06、19
- H1 working-capital movement: payables +JPY 5.8bn funded receivables +JPY 3.6bn (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19；外部现实校验：17；专项深挖：17、19
- FY3/2026 balance sheet: 42.3% equity ratio, large securities portfolio, net debt (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；同业比较：21、29；其他用途：历史
- Five-year path (EDINET-derived): ordinary profit JPY 6.3bn to JPY 8.2bn, ROE around 9-12% (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：28；同业比较：01、22、33；其他用途：历史
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史
- Multiples at 6 November 2026: PER 6.3x on guidance, 7.9x on FY3/26 EPS, yield 4.25% (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：29；专项深挖：27、34
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27
- The discount debate in print: PBR 0.78x in October against a company target of 1.0x or more (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、31；外部现实校验：09、27；专项深挖：08、09、27、31；同业比较：13、23；其他用途：历史
- Q1 FY3/2027 results: operating profit +28.6%, net income -8.7% against one-off-flattered prior year (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 results (5 November 2026): record interim lines, guidance left unchanged (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、35
- Q3 FY3/2026 comparative: the pre-upgrade year was a flat, second-half-loaded grind (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260202545207.pdf)｜怎么使用：直接证据
- H1 cleanliness: special gains of JPY 9m against JPY 570m in the prior-year half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Earnings x capital: capital allocation seen from P&L and balance sheet｜The step-up's cash passes through a balance sheet carrying JPY 23.7bn of policy securities, JPY 25-30bn of net debt and a JPY 63bn working-capital book, so the same ordinary profit produces a 4.25% formula yield and a sub-1.0x PBR simultaneously. The two facts are one fact, capital allocation, seen from the P&L and from the balance sheet.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_MECHANISM
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Higher earnings do not by themselves close the valuation discount; capital policy actions must change.
- 不确定性（原始记录）：Split of the discount among return drag, asset drag, thin float and durability doubt cannot be estimated.

在线打开本发现 →

F089｜07｜股东名册和股价走势在这只股票里是同一个机制

写入正文：07｜股东名册和股价走势在这只股票里是同一个机制；10｜价格对公开信息的反应：先追买入资金，后卖掉创纪录的业绩；12｜没有单独拎出来的全新结论，但有几处联系单看财报不容易发现

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24
- Top-ten detail at September 2026: custody 8.2%, Sanshin Kogyo 7.7%, Isuzu 7.0% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24；专项深挖：24
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：13；专项深挖：13
- fundnote files initial 5.16% large-shareholding report (May 2026): Kaihou-advised engagement money (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：24；其他用途：历史
- fundnote change report (July 2026): stake raised to 6.29% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：24；其他用途：历史
- Stake at 30 June 2026: 6.29% - the second-largest economic position after the custody account (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：30；同业比较：30；其他用途：历史
- 8065.T monthly OHLCV spine: 310 bars, all-time high JPY 4,095 (August 2026), low JPY 223 (November 2002) (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34
- The 2026 monthly path: staircase to May, climax in August, collapse in September (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34
- Volume and residence: September 2026 was the heaviest month in the series; 64% of all closes are below JPY 1,000

(https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；同业比较：35；其他用途：历史
- Annual high/low cross-check and the post-results close: JPY 2,470 on 6 November, -5.44% on the day (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：30、34
- Long-history detail: a decade in a JPY 400-900 residence, then a three-year staircase (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：33；同业比较：34；其他用途：历史
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27
- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Register x price: governance and price discovery are one mechanism｜The cross-held register that suppressed price discovery for decades also made the 2026 pulse violent in both directions. Thin effective float converted a 6.29% accumulation into a large price excursion, and its pause into a record-volume collapse. Governance and price behaviour in this name are not separate domains. This cross-lane structure sits outside the protected Technical source.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_MECHANISM
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Price risk is register risk: holders should expect episodic discovery and gap behaviour around filings.
- 不确定性（原始记录）：Sponsor linkage is inferred from timing; fundnote's current position is unknown.

在线打开本发现 →

F090｜05｜增长最快的利润层，站在最弱的护城河层上

写入正文：05｜增长最快的利润层，站在最弱的护城河层上；12｜没有单独拎出来的全新结论，但有几处联系单看财报不容易发现；14｜竞争优势与结构耐久性 8.12/14：网络和关系网有韧性，新增利润借自稀缺

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、16
- Segment restructure note: six segments become seven under the fourth plan's portfolio review (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：07；其他用途：历史
- Segment change disclosed in Q1: overseas carved out, domestic sites re-mapped, comparatives restated (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：15；专项深挖：07、15

- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- Electronics (former basis) FY3/26: the AI-linked engine inside the old segment map (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- The operating network: 41 domestic sites, 21 overseas bases, 1,068 employees (https://www.satoshoji.co.jp/ja/company/outline.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：09、10；外部现实校验：03、07；专项深挖：03、07、09、10
- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24
- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Capex and depreciation: JPY 2.3bn of tangible-asset purchases against JPY 1.4bn of depreciation (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：20；外部现实校验：04；专项深挖：04、20
- Demand base: commercial vehicles and construction/industrial machinery anchor the domestic book (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、08、11；专项深挖：05、08、11；同业比较：09；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Segment mix x moat: growth and durability moved in opposite directions｜The newest profit pool (overseas AI materials) sits on the weakest moat layer (scarcity availability), while the oldest pools (steel for trucks) sit on the strongest (network and register). Group durability is a weighted average whose weights shifted toward the fragile layer just as earnings stepped up.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_MECHANISM
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Reported growth overstates durable franchise improvement.
- 不确定性（原始记录）：Overseas margin through supply normalisation is the empirical test; price-volume split undisclosed.

在线打开本发现 →

F091｜09｜没有机构一致预期可对照，公司指引就是预期基准

写入正文：09｜没有机构一致预期可对照，公司指引就是预期基准；11｜最近的一次检验：下半年门槛低得像保守，也可能是真的谨慎；12｜没有单独拎出来的全新结论，但有几处联系单看财报不容易发现

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（14 项；重复标签已按来源合并）

- Initial FY3/2027 guidance given in May 2026 (pre-revision baseline) (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- November stance: guidance and dividend both marked 'no revision' at the record interim print (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；专项深挖：35
- Progress arithmetic: 53.2% at the half against a 43.7% five-year average (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；外部现实校验：23、31；专项深挖：23、30、31
- Multiples at 6 November 2026: PER 6.3x on guidance, 7.9x on FY3/26 EPS, yield 4.25% (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27；外部现实校验：29；专项深挖：27、34
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27
- The discount debate in print: PBR 0.78x in October against a company target of 1.0x or more (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接证据；一手验证：08、31；外部现实校验：09、27；专项深挖：08、09、27、31；同业比较：13、23；其他用途：历史
- Kabutan flash on the H1 print: 53.2% progress against the full-year ordinary-profit plan (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、35；外部现实校验：31
- Stake at 30 June 2026: 6.29% - the second-largest economic position after the custody account (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；专项深挖：30；同业比较：30；其他用途：历史
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：13；专项深挖：13
- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22

- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Guidance behaviour x valuation: an honest instrument that cuts both ways｜Management raises fast when demand shows (July) and holds when progress runs ahead (November), making guidance unusually honest. The comforting 53.2% progress rate and the austere implied H2 bar (+5.9%) deserve equal belief, and the second is the one the price must clear.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_MECHANISM
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：The next print tests the bar the market currently treats as the ceiling.
- 不确定性（原始记录）：Ambiguity between conservatism and caution is unresolved until Q3.

在线打开本发现 →

F092｜08｜政策压力是一道棘轮，计划与外部提案指向同一批杠杆

写入正文：08｜政策压力是一道棘轮，计划与外部提案指向同一批杠杆

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（15 项；重复标签已按来源合并）

- Fourth mid-term plan (FY2026-FY2028): final-year targets already below current guidance (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27
- fundnote files initial 5.16% large-shareholding report (May 2026): Kaihou-advised engagement money (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：24；其他用途：历史
- fundnote change report (July 2026): stake raised to 6.29% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：24；其他用途：历史
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：13；专项深挖：13
- Stake at 30 June 2026: 6.29% - the second-largest economic position after the custody account (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-

s100ynxi)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：30；同业比较：30；其他用途：历史
- FY3/2026 balance sheet: 42.3% equity ratio, large securities portfolio, net debt (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；同业比较：21、29；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18；外部现实校验：19
- Share count: 21,799,050 issued, treasury 5.0%; FY3/26 buybacks of JPY 735m (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：25；专项深挖：25；同业比较：26；其他用途：历史
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史
- Dividend policy: 30% of deemed profit with a floor; FY3/26 final dividend raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26
- Interim dividend of JPY 50 declared; year-end forecast of JPY 55 reconfirmed in November (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26
- Capex and depreciation: JPY 2.3bn of tangible-asset purchases against JPY 1.4bn of depreciation (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：20；外部现实校验：04；专项深挖：04、20

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Plan x engagement: same three levers, contested pace and authorship｜The fourth plan's targets (PBR 1.0x, ROIC 6.0%, JPY 15bn of investment) and the engagement fund's agenda (IR, capital efficiency, governance) point at the same levers from inside and outside the building. The central tension is pace and authorship, not direction, with policy pressure as a ratchet.
- 内部研究类型：CROSS_DOMAIN_MECHANISM
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Direction is secure; timing and form (buyback, portfolio, cancellation) determine value capture.
- 不确定性（原始记录）：Plan revision, portfolio target and buyback scale undisclosed.

在线打开本发现 →

F093｜01｜这只股票值不值得买，取决于 2026 年这次利润上移能不能留住

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜这只股票值不值得买，取决于 2026 年这次利润上移能不能留住；14｜综合得分 57.41/100，评级 B，观望为主

研究范围：35 项覆盖检查＋开放研究

证据来源（23 项；重复标签已按来源合并）

- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、16
- Kabutan flash on the H1 print: 53.2% progress against the full-year ordinary-profit plan (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30、35；外部现实校验：31
- External comparison (October 2026): PBR 0.78x despite the plan's 1.0x target - the valuation-gap debate (https://note.com/kabutabi2000/n/n92e0f86afccb)｜怎么使用：直接 / 支持
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史
- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Normalised band: ordinary profit JPY 6.3-8.2bn across FY3/22-FY3/26; net flattered by harvests (https://edinetdb.jp/company/E02535)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28；专项深挖：22、28；同业比较：10；其他用途：历史
- November stance: guidance and dividend both marked 'no revision' at the record interim print (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：35
- Progress arithmetic: 53.2% at the half against a 43.7% five-year average (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；外部现实校验：23、31；专项深挖：23、30、31
- Stake at 30 June 2026: 6.29% - the second-largest economic position after the custody account (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；专项深挖：30；同业比较：30；其他用途：历史
- The engagement agenda as filed: IR, capital efficiency, governance - with an escalation clause (https://maonline.jp/articles/pdf/sh-s100y4sn.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：13；专项深挖：13
- The harvest pattern: Q1 FY3/26 net income included JPY 489m of securities-sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：28、32；专项深挖：28、32；同业比较：16；其他用途：历史
- Policy portfolio: investment securities of JPY 22.8bn, unrealised gains of JPY 12.0bn in OCI (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21、29；专项深挖：21、29
- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史

- Multiples at 6 November 2026: PER 6.3x on guidance, 7.9x on FY3/26 EPS, yield 4.25% (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27；外部现实校验：29；专项深挖：27、34
- Q1 FY3/2027 results: operating profit +28.6%, net income -8.7% against one-off-flattered prior year (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- H1 FY3/2027 results (5 November 2026): record interim lines, guidance left unchanged (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、35
- Q3 FY3/2026 comparative: the pre-upgrade year was a flat, second-half-loaded grind (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260202545207.pdf)｜怎么使用：直接证据
- H1 cleanliness: special gains of JPY 9m against JPY 570m in the prior-year half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：16
- Segment restructure note: six segments become seven under the fourth plan's portfolio review (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：07；其他用途：历史
- Segment change disclosed in Q1: overseas carved out, domestic sites re-mapped, comparatives restated (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：15；专项深挖：07、15
- The 2026 monthly path: staircase to May, climax in August, collapse in September (https://query1.finance.yahoo.com/v8/finance/chart/8065.T)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Mix-shift versus cyclical-peak adjudication｜Fundamentals say the earnings level changed, the balance sheet says it is not yet capitalised into returns, and the register says an informed outsider is pressing the capital question. The adjudication hinges on whether overseas profit holds a JPY 4bn-plus run-rate after prices normalise.
- 内部研究类型：THESIS_AND_FALSIFICATION
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Asymmetric construction: downside referenced to the old band at 9-10x normalised earnings plus asset backing; upside to a band shift plus discount closure.
- 不确定性（原始记录）：Thesis confidence is 0.7; any two of four falsifiers close it; the thesis does not rewrite the protected Technical State.

在线打开本发现 →

F094｜11｜金属涨价先放大价差，再吃掉现金，下行时方向相反

写入正文：11｜金属涨价先放大价差，再吃掉现金，下行时方向相反

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）

- Steel segment: 60% of sales, profit falling on material-price declines in FY3/26 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12；专项深挖：12
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、16
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史
- Working-capital structure: about JPY 87bn of receivables and JPY 30bn of inventory against JPY 55bn of payables (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、19；专项深挖：06、19
- H1 working-capital movement: payables +JPY 5.8bn funded receivables +JPY 3.6bn (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：19；外部现实校验：17；专项深挖：17、19
- FY3/2026 cash flow: operating cash flow of JPY 1.4bn on pre-tax profit of JPY 8.8bn (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17；同业比较：19、20；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 cash flow and balance sheet: strong half of operating cash flow used to repay debt (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、18；外部现实校验：19
- Cash-flow indicator history: equity ratio rebuilt from 33.2% to 42.3% in four years (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：17；专项深挖：17；同业比较：18、25；其他用途：历史
- H1 deleveraging: JPY 6.3bn of borrowings repaid in six months from operating cash flow (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18；专项深挖：18
- Borrowings structure: funding is short-term and bank-based, long-term debt nearly absent (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25；外部现实校验：18；专项深挖：18、25

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Metal prices and growth: spread gain, then cash absorption｜Rising non-ferrous and steel prices widen spreads and add inventory gains (non-ferrous H1 +99%, steel +31% on flat sales), but the same prices inflate receivables and inventories, absorbing operating cash as in FY3/26. Payables fund the swing, and debt bridges the gap.
- 内部研究类型：CAUSAL_CHAIN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Profit gains from price may not convert to cash or dividend capacity until the cycle turns; the exposure is symmetric.
- 不确定性（原始记录）：No yen-per-price sensitivity; payable swing direction unknowable ex ante.

在线打开本发现 →

F095｜03｜从 AI 投资到指引上调的传导链

写入正文：03｜从 AI 投资到指引上调的传导链

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（17 项；重复标签已按来源合并）

- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：15、16
- Segment restructure note: six segments become seven under the fourth plan's portfolio review (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；同业比较：07；其他用途：历史
- Segment change disclosed in Q1: overseas carved out, domestic sites re-mapped, comparatives restated (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：15；专项深挖：07、15
- Electronics (former basis) FY3/26: the AI-linked engine inside the old segment map (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Q1 FY3/2027 results: operating profit +28.6%, net income -8.7% against one-off-flattered prior year (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- H1 FY3/2027 results (5 November 2026): record interim lines, guidance left unchanged (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、35
- Q3 FY3/2026 comparative: the pre-upgrade year was a flat, second-half-loaded grind (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260202545207.pdf)｜怎么使用：直接证据
- H1 cleanliness: special gains of JPY 9m against JPY 570m in the prior-year half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：16
- Initial FY3/2027 guidance given in May 2026 (pre-revision baseline) (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- November stance: guidance and dividend both marked 'no revision' at the record interim print (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：35；专项深挖：35
- Progress arithmetic: 53.2% at the half against a 43.7% five-year average (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30；外部现实校验：23、31；专项深挖：23、30、31

- Fourth mid-term plan (FY2026-FY2028): final-year targets already below current guidance (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持
- Fourth plan target set: sales JPY 320bn, ordinary JPY 9.2bn, ROIC 6.0%, ROE =8%, PBR =1.0x (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、13；外部现实校验：20、22；专项深挖：04、13、20、22
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：AI capex to guidance raise: the FY3/27 step-up chain｜AI data-centre and semiconductor demand lifts overseas subsidiaries' high-function materials sales (+44% in H1), overseas segment profit rose +125% to 39% of group segment profit, producing the July guidance raise, the record H1 and guidance already above the plan.
- 内部研究类型：CAUSAL_CHAIN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The step-up is real in reported numbers but sits on the most external driver.
- 不确定性（原始记录）：Price versus volume and the AI-linked share are undisclosed.

在线打开本发现 →

F096｜13｜未解问题按优先级排：最大的三个是 fundnote、价格与销量、下半年门槛

写入正文：13｜未解问题按优先级排：最大的三个是 fundnote、价格与销量、下半年门槛

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（27 项；重复标签已按来源合并）

- Stake at 30 June 2026: 6.29% - the second-largest economic position after the custody account (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：30；同业比较：30；其他用途：历史
- fundnote change report (July 2026): stake raised to 6.29% (https://topics.smt.docomo.ne.jp/article/maonline/business/maonline-sh-s100ynxi)｜怎么使用：直接证据；同业比较：24；其他用途：历史
- Top-ten detail at September 2026: custody 8.2%, Sanshin Kogyo 7.7%, Isuzu 7.0% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：24；专项深挖：24
- Overseas Group H1 detail: JPY 2,052m of operating profit at a 6.4% segment margin (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、14、16、35；专项深挖：02、14、16、35
- H1 FY3/2027 segments: overseas group contributes 39% of segment profit (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：15、16

- Revision drivers in management's own words: AI materials, commercial vehicles, metal prices (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、11；专项深挖：05、11、14；同业比较：14；其他用途：历史
- November stance: guidance and dividend both marked 'no revision' at the record interim print (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：35；专项深挖：35
- Progress arithmetic: 53.2% at the half against a 43.7% five-year average (https://minkabu.jp/news/4650936?selected_platform=pc)｜怎么使用：直接证据；一手验证：30；外部现实校验：23、31；专项深挖：23、30、31
- Fourth mid-term plan (FY2026-FY2028): final-year targets already below current guidance (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518942.pdf)｜怎么使用：直接证据
- 31 July 2026 upward revision: full-year ordinary profit raised 22% to JPY 10.5bn, dividend to JPY 105 (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：12、23；同业比较：31；其他用途：历史
- Market snapshot at 6 November 2026: close JPY 2,470, PBR 0.64, forecast PER 6.3 (https://irbank.net/8065)｜怎么使用：直接证据；一手验证：27
- Policy portfolio: investment securities of JPY 22.8bn, unrealised gains of JPY 12.0bn in OCI (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21、29；专项深挖：21、29
- Accounting quality: special items small at full-year level, no audit qualifications, J-GAAP (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；专项深挖：32
- The harvest pattern: Q1 FY3/26 net income included JPY 489m of securities-sale gains (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120250730524672.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：28、32；专项深挖：28、32；同业比较：16；其他用途：历史
- Working-capital structure: about JPY 87bn of receivables and JPY 30bn of inventory against JPY 55bn of payables (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、19；专项深挖：06、19
- H1 working-capital movement: payables +JPY 5.8bn funded receivables +JPY 3.6bn (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：19；外部现实校验：17；专项深挖：17、19
- FY3/2026 cash flow: operating cash flow of JPY 1.4bn on pre-tax profit of JPY 8.8bn (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17；同业比较：19、20；其他用途：历史
- Segment restructure note: six segments become seven under the fourth plan's portfolio review (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；同业比较：07；其他用途：历史
- Segment change disclosed in Q1: overseas carved out, domestic sites re-mapped, comparatives restated (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260730503780.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；外部现实校验：15；专项深挖：07、15
- Share count: 21,799,050 issued, treasury 5.0%; FY3/26 buybacks of JPY 735m (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：25；专项深挖：25；同业比较：26；其他用途：历史

- September 2026 anchor: equity JPY 80.1bn, BPS about JPY 3,866, treasury 4.9% (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：29；外部现实校验：21；专项深挖：29；同业比较：27；其他用途：历史
- Dividend policy: 30% of deemed profit with a floor; FY3/26 final dividend raised (https://www2.jpx.co.jp/disc/80650/140120260507518858.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26
- Interim dividend of JPY 50 declared; year-end forecast of JPY 55 reconfirmed in November (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：26；专项深挖：26
- Major shareholders at September 2026 (half-year report snapshot via EDINET) (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24；同业比较：06；其他用途：历史
- Register structure: cross-holdings by customers, suppliers and banks; individuals 37% (https://edinetdb.jp/company/E02535/shareholders)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：01、06、10、24；专项深挖：01、06、10、24
- H1 FY3/2027 results (5 November 2026): record interim lines, guidance left unchanged (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、35
- H1 cleanliness: special gains of JPY 9m against JPY 570m in the prior-year half (https://equity.jiji.com/storage/tdnet/140120261104564823.pdf)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Prioritised research debt for the next Review｜The highest-value unknowns are fundnote's current position, the price-versus-volume split of overseas profit and the H2 bar. The rest concern plan revision, portfolio and buyback levers, ownership identity, cash conversion and the first full-year overseas history. Each has a named resolving document or print.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT_CLUSTER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Q3 FY3/27 (February 2027) and any fundnote change report are the nearest resolvers; the May 2027 print is the next.
- 不确定性（原始记录）：All items are bounded by no reasonable current public path.

在线打开本发现 →

F097｜10｜二十年停在 1,500 日元以下，2026 年被拉到 4,095 日元，两个月又退回四成

写入正文：10｜二十年停在 1,500 日元以下，2026 年被拉到 4,095 日元，两个月又退回四成；10｜价格已经离开旧区间，但新区间还没有站稳；10｜高点放量留下的套牢区在 2,900–3,700 日元，反弹进入这一带会遇到卖盘；10｜价格对公开信息的反应：先追买入资金，后卖掉创纪录的业绩；10｜技术上要看什么来确认，什么会推翻；14｜Kabugami 技术结构 5.85/13：旧区间已经不再约束价格，新区间尚未建立

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 (dereference only)
- 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。