

3407 旭化成株式会社 (ASAHI KASEI CORPORATION)

Kabugami V3.2 70.55/100 · B+

这家公司是做什么的

旭化成主营化学与高性能材料，同时经营住宅和房地产、医药、急救医疗设备、电子材料、电池隔膜、膜分离与水电解等业务。

最近亮点

2027财年Q1销售8,261.57亿日元、营业利润813.05亿日元，分别同比+11.9%和+51.5%；公司预计全年销售3.254万亿日元、营业利润2,480亿日元。与此同时，Aicuris并表、北美电池隔膜产能投产、先进半…

资料截止 2026-09-19 · 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、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-19
研究规则版本 SHA	33d75f1c2210d445fba186287b5dd5b02af9e324
评分版本	V3.2
发布源 SHA	6605f1192337fcad4b738c4fe8f3c8ca95f22840
交付代码版本 SHA	e68a4c8259821b7ed89041ce07506408817cc11b
交付运行时指纹	537dab0f6dea9b0de92e6c020a0728eb046bfceb99dbde38857804700df47580

先看研究要点

为什么值得研究	三大领域和多条高附加值业务形成真实分散；ZOLL、医药、住宅和电子材料已经成为传统基础化学之外的重要利润池。公司不只提出“转型”，还实际出售 Daramic、退出 UVC LED，并推进西日本乙烯产能减半式整合，资本再配置开始具备可验证路径。
最需要担心什么	Q1 利润很强，但经营现金流仅约 143 亿日元，库存增加和并购投入使现金转换明显弱于会计利润；Q1 末有息负债约 1.21 万亿日元、D/E 约 0.57，无形资产超过 1 万亿日元。医药并购、北美住宅、电池隔膜及氢能扩产都要求未来实际 ROIC 证明。
Kabugami 现在怎么看	旭化成正在从“多元化综合化学公司”变成“以 Healthcare、住宅、电子材料等高附加值业务拉升利润，同时逐步缩小日本传统基础化学资本占用”的组合型企业。Q1 利润增长和 2025—2026 一系列业务退出说明转型不再停留在口号；但另一方面，Aicuris 等并购让商誉、技术类无形资产和有息负债快速增加，经营现金流又在 Q1 被库存和并购相关资金占用压低。真正的投资问题因此不是多元化有没有好处，而是资本从旧化学资产释放出来后，投向医药、北美住宅、电子材料和电池/氢能的新资本能不能持续创造高于资本成本的现金回报。Power44 临时方向下，电力销售本身并非集团核心利润池；HEBEL 电力、储能优化软件和水电解更像住宅/材料技术的客户接口与新应用场景，不应反过来主导集团估值。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：组合转型能否真正提高资本回报，而不是把旧周期风险换成并购和杠杆风险

旭化成过去长期被市场归类为综合化学公司，但集团今天已经明显不是单一化学周期资产。Healthcare 包括 ZOLL 急救设备、移植/肾病/感染症药物；Homes 包括日本住宅和北美住宅；Material 则同时拥有电子材料、电池隔膜、膜法工艺、汽车材料和传统石化。

公司中期计划把 2027 财年营业利润 2,700 亿日元、ROIC 6%、ROE 9%作为阶段目标，并把医药、Critical Care、海外住宅、电子材料列为四个重点成长事业。到 2030 年，公司进一步瞄准营业利润 3,800 亿日元、ROIC 8%以上和 ROE 12%以上。

这些目标成立的前提不是销售规模继续扩大，而是资本结构发生真正升级：低回报基础化学减少，高回报 Healthcare 和电子材料增长，住宅保持资本效率，M&A 后的无形资产产生足够现金。

因此本轮公司特有的投资问题是：

旭化成能否在未来数年把资产组合从低回报、周期性基础化学迁移到更高 ROIC 的 Healthcare、Homes 和电子材料，同时控制 M&A 商誉、负债和新产能风险，使集团 ROIC 真正跨过自己的资本成本。

01.2 | 当前答案：结构转型已经发生，但现金回报验证落后于会计利润

正面证据很强。2027 财年 Q1 销售同比+11.9%，营业利润+51.5%，利润率从上一年约 7.3%升到约 9.8%。Healthcare 和其他成长业务提供了明显利润弹性。

结构退出也在变得具体：Daramic 铅酸电池隔膜已经出售；UVC LED 器件生产停止；西日本乙烯产能将在 2030 年前后从约 95.1 万吨/年压缩到约 45.5 万吨/年；旭化成在新的共同事业体预计只持 10%权益。公司还计划对 Material 约 20%销售规模进行结构转型。

但资本端也在同步变重。Q1 末现金约 3,874 亿日元，而有息负债约 1.205 万亿日元，D/E 约 0.57；商誉约 4,244 亿日元、技术相关无形资产约 4,349 亿日元，包含其他无形资产后超过 1 万亿日元。Q1 经营现金流约 143 亿日元，显著低于约 538 亿日元归母净利润，库存增加约 733 亿日元是重要原因。

因此当前答案是：利润结构变好和旧资产退出已经可验证；但新资本是否比旧资本更赚钱，还需要 Aicuris、Calliditas、Veloxis、北美住宅、电子材料和隔膜项目的实际自由现金流来证明。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | Diversity 本身不是价值，关键是不同业务能否共享资本、技术和客户能力

旭化成横跨材料、住宅、医药和医疗设备。多元化可以平滑周期，也容易导致资本被低回报业务长期占用。

公司当前真正值得研究的是“Diversity × Specialty”是否有效：集团层面保留多元现金流与技术基础，每个业务内部则向能形成高附加值和专业壁垒的方向集中。

Healthcare 依赖临床、监管、产品证据和商业化网络；Homes 依赖住宅品牌、土地/设计/施工与长期客户关系；Material 中电子材料和膜技术依赖工艺、品质和客户认证。它们并不是同一商业模式，却可以共享资本、研发、人力和集团财务能力。

02.2 | Healthcare 正在从辅助业务变成集团核心增长资产

ZOLL 自 2012 年进入集团以来，Critical Care 收入和利润大幅扩大。LifeVest 可穿戴除颤器已经形成长期临床数据、患者使用经验和北美商业网络。

医药则通过 Veloxis、Calliditas 和 2026 年完成收购的 Aicuris，集中到移植、肾病、严重感染等专科领域。Aicuris 带来 Prevymis 特许权使用费、已获 FDA 优先审评的 pritelivir，以及更早期的 AIC468。

这种模式相比传统化学品更轻库存、更高毛利，也具有监管和商业化壁垒；但药物研发、知识产权和收购估值风险显著高于旧化工资产。

02.3 | Homes 提供不同于化学与医药的长周期现金流来源

住宅业务主要由旭化成ホームズ及海外住宅组成。日本 HEBEL HOUSE/MAISON 依靠耐久住宅、土地活用、租赁管理和翻新形成长期客户关系；海外住宅则主要在北美和澳洲扩张。

国内住宅 Q1 仍保持较好的营业利润率，但北美住宅受到按揭利率和购房负担影响，需要更强价格/激励政策。Homes 因此能分散化学周期，却引入房地产、利率和土地周期。

02.4 | Material 的核心任务已经从“保住规模”转向“把资本从低回报基础化学搬走”

Material 内部差异非常大：一端是日本老旧乙烯/苯乙烯/聚烯烃等基础化学，另一端是半导体材料、电池隔膜、膜分离、水电解、工程塑料等高功能业务。

公司已经明确推进基础化学产能压缩、业务出售与合作经营，并把电子材料等列为重点成长。

这意味着未来对 Material 不应只看销售增长，而要看退出速度、固定资产释放、剩余高功能业务利润率和新增资本回报。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 电子材料是 AI 资本开支的间接受益者，但客户质量要求构成真正门槛

旭化成在先进半导体封装中提供感光性干膜、感光性聚酰亚胺等材料。2026 年 7 月，公司在台湾完成新的 Sunfort 干膜分切工厂，现有分切能力提高约 40%，设计上最高可扩到原能力约两倍。

这些材料并不是简单大宗化学品。先进封装客户要求高洁净度、尺寸精度、稳定供应和长期验证，客户切换成本比基础化学明显高。

但 AI 需求最终仍受半导体资本开支周期控制，扩产不能自动等于高 ROIC。

03.2 | 电池隔膜拥有技术和供应链价值，也面对 EV 需求和竞争的不确定性

公司长期经营湿法 Hipore 和干法 Celgard 隔膜。2026 年 8 月，北卡罗来纳湿法隔膜涂布线竣工，计划 2026 财年下半年商业生产；此前公司曾宣布多地扩产约 7 亿平方米/年。

北美本地化供应链、车用电池安全和高功能涂布带来机会，但 EV 需求增速、客户本地化节奏、中国供应竞争和产能利用率决定最终回报。

公司出售传统铅酸电池 Daramic 业务，显示资源正在进一步集中到锂电隔膜，但新产能要用实际利用率和利润率证明。

03.3 | Healthcare 的客户关系更黏，但监管/产品风险更集中

LifeVest 依赖临床采用、支付体系和医院/医生使用习惯。公司披露已有超过 100 万名患者使用、14 万以上患者进入同行评审研究，说明产品建立了临床使用基础。

Aicuris/Veloxis/Calliditas 则依赖移植、肾病与感染症专科商业网络。若新药顺利获批，可以高效利用已有团队；反过来，一项关键药物监管失败或商业化低于预期，会直接削弱收购回报。

03.4 | 传统石化供应链正在从自有重资产转向行业协作

西日本乙烯整合计划把两套装置约 95.1 万吨/年产能压缩为 45.5 万吨/年，旭化成、三井化学、三菱ケミカル共同经营。

外部行业数据也显示日本石脑油裂解装置长期低负荷运行，供给过剩和东亚竞争使行业整合成为结构性需求。

因此退出并不是旭化成单家公司“看空自己”，而是日本基础石化整体供需逻辑已经改变。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 集团真正的对手因业务而异，不能用“综合化学同业”一句话概括

基础化学面对三菱ケミカル、三井化学、住友化学及亚洲大型石化企业；电子材料面对高功能材料和半导体材料专业厂；电池隔膜面对全球锂电材料企业；住宅面对积水ハウス、大和ハウス、住友林业等；Healthcare 则面对全球医疗器械与专科制药公司。

因此旭化成没有一个统一的单一行业护城河。它的集团竞争力来自若干专业业务各自形成壁垒，并通过集团资本在不同周期之间迁移。

04.2 | 日本基础石化的外部现实支持退出，但退出本身需要成本

S&P Global、ICIS 等行业资料都显示，日本乙烯裂解装置近年长期低利用率，产能整合正在加速。

旭化成减少自有裂解资本有望改善固定成本和资本效率，但工厂关闭、供应切换、员工/客户迁移和绿色化投资都需要过渡成本。

真正的价值创造不是“关厂”，而是关闭后资本能否进入更高回报业务。

04.3 | 北美住宅外部需求仍弱，是海外 Homes 的现实反证

NAHB 2026 年 8 月调查显示，美国住宅建筑商信心仍低，35%建筑商降价，63%使用销售激励，反映住房负担压力仍强。

这与旭化成北美住宅利润承压相互印证。海外住宅被列为重点成长业务，但当前增长环境并不宽松。

04.4 | Healthcare 具有最明显的“已形成专科商业网络再叠加资产”逻辑

Aicuris 并不是孤立并购。公司计划利用 Veloxis 已有的移植领域研发和商业化网络承接 Aicuris 产品；Calliditas 也把肾病领域加入同一专科方向。

如果商业网络可以重复利用，新产品的增量销售成本可能低于从零搭建；这构成 Healthcare M&A 最重要的协同假设。

05 | 护城河判断

旭化成不存在一条覆盖集团全部业务的统一护城河，而是多个专业壁垒的组合。

Healthcare 的壁垒来自临床证据、监管、专科渠道和已安装/使用的产品基础；电子材料来自长期客户验证、工艺稳定和高洁净生产；Homes 来自 HEBEL 品牌、住宅技术、土地利用与售后/管理关系；膜和电解业务来自长周期材料与工程知识。

这些业务的共同特点是客户更看重稳定、性能、合规和长期可靠性，而不是单纯最低价格。

基础化学则相反：全球供需和原料成本影响更强，定价权较弱。这正是公司要缩小低回报基础化学资本占用的原因。

因此当前护城河判断为：

集团层面的优势不是“业务多”，而是拥有若干已经形成技术/认证/渠道壁垒的专业资产；未来护城河强度取决于资本能否持续向这些专业资产集中，而不是继续补贴低回报大宗业务。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | Q1 利润增长很强，但现金转换明显弱于 Headline 利润

2027 财年 Q1 销售 8,261.57 亿日元，营业利润 813.05 亿、经常利润 853.30 亿、归母净利润 537.66 亿日元。

营业利润率约 9.8%，较上一年同期约 7.3% 明显改善。

但经营现金流只有约 142.54 亿日元。库存增加约 732.5 亿日元，以及应付款等营运资金变化，是现金转换显著弱于净利润的重要原因。

这不等于盈利虚假，但说明本季度利润尚未完整转化为现金。

06.2 | Aicuris 收购让资产负债表明显更重

Q1 投资现金流约 -1,955 亿日元，其中企业收购相关支出约 1,317 亿日元。Aicuris 交易是主要因素。

Q1 末现金约 3,874 亿日元；短期借款、商业票据、公司债和长期借款合计使有息负债约 1.205 万亿日元，D/E 约 0.57，高于 3 月底约 0.46。

杠杆仍在大型综合企业可管理范围内，但趋势非常明确：集团正在用更大的资产负债表支持成长投资。

06.3 | 超过 1 万亿日元无形资产把“并购是否成功”变成财务质量核心

Q1 末商誉约 4,244 亿日元、技术相关无形资产约 4,349 亿日元，其他无形资产加总后超过 1 万亿日元。

这些资产不会像库存那样直接周转，也不会像厂房那样用物理产能说明价值。它们的真实价值来自未来药品、医疗设备和其他收购业务产生的现金流。

如果 pritelivir、Tarpeyo、Envarsus 或其他收购资产低于预期，减值风险会迅速进入利润表。

06.4 | 多元化确实提高集团韧性，但不应掩盖资本效率差异

Healthcare 可能高利润、高现金转换；基础化学可能高资本、低利润；住宅又受土地和利率影响。

集团合并利润平滑，并不代表每一块资本都创造同样回报。

因此长期评价必须持续跟踪 ROIC 和事业组合，而不能只看合并 EPS 增长。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 管理层已经把组合退出和资本效率写进执行动作

社长工藤幸四郎任内最重要的治理变化之一，是“最佳所有者（best owner）”视角开始变成实际交易：出售 Daramic、退出 UVC LED、旭化成アドバンス拟与帝人フロンティア整合、西日本石化共同运营。

这比单纯在综合报告书中写“选择与集中”更有信息价值。

07.2 | ROIC、ROE 和资本成本已经进入计划指标

中期计划 2027 明确设置 ROIC 和 ROE 目标，2030 目标进一步提高至 ROIC 8% 以上、ROE 12% 以上。

投资者应把这些目标当作管理层自设的可验证门槛，而不是预测保证。

如果未来利润增长主要来自资产规模扩大，而 ROIC 没有上升，组合转型就没有真正完成。

07.3 | 董事会治理和信息披露质量较成熟，但复杂集团天然提高监督难度

公司设有独立董事、技能矩阵、董事会有效性评估、政策持股管理等体系。其综合报告连续获得外部评价，说明资本市场沟通质量较高。

但 Healthcare 并购、全球住宅、电子材料和传统化学同时存在，使董事会需要比较完全不同风险类型的资本项目。治理的真正考验仍是能否停止低回报投资，而不是制度文件是否齐全。

07.4 | 员工持股强化内部股东联系，但不是资本效率证据

截至 2026 年 1 月，集团员工持股会持有约 2.71% 股份，公司从 2026 年度起增加特别奖励制度。

这有助于员工与股东利益联系，但不能替代 ROIC、现金流和并购纪律的验证。

08 | 资本政策

08.1 | DOE 3% 与累进分红提供现金回报底线

中期计划以 DOE 约 3% 为参考并重视中长期累进分红。2026 财年分红 42 日元，2027 财年当前计划 44 日元。

这比单纯固定派息率更适合利润波动较大的多元企业，因为可以减少周期低点突然削减分红的风险。

08.2 | 真正的资本政策重心是“卖旧资产、买新资产”

当前最重要的资本动作不是股票回购，而是组合迁移：出售或关闭低回报业务，收购医药资产，扩充电子材料和电池隔膜，并投资水电解等新平台。

因此判断资本政策必须比较退出资产释放的资本与新投资的实际 ROIC。

08.3 | Aicuris 是下一阶段资本配置的关键样本

Aicuris 收购价约 1,443 亿日元。公司预计其收入到 2030 财年可达到 5 亿美元，并预计从 2028 财年起在摊销商誉和无形资产之后对营业利润产生正贡献。

这是一个清晰可验证的资本配置承诺：如果产品获批、销售和特许权使用费按计划增长，Healthcare 平台价值会被证明；如果明显低于计划，集团 M&A 纪律需要重新评价。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 约 1 倍 PBR 不是深度价值，但也没有为转型支付很高溢价

9月18日收盘 1,600 日元，PBR 约 1.02 倍。对于拥有 Healthcare、住宅、电子材料和基础化学混合资产的集团，这更接近“按账面附近给组合打包定价”，而不是明显溢价成长股。

市场仍然要求公司证明：低回报 Material 资本减少后，整体 ROE/ROIC 会提高。

09.2 | 约 13.5 倍预测 PER 处于可接受区域，但不能忽略无形资产与现金流

预测 PER 约 13.5 倍，表面并不昂贵。

但合并利润增长与经营现金流之间存在本季度差距，且医药 M&A 引入大额商誉和技术类无形资产。估值不能只用 EPS 倍数，还应观察正常化自由现金流和 ROIC。

09.3 | 安全边际来自业务分散和转型选择权，同时被资本执行风险削弱

正面是三个大领域之间周期不同，Healthcare 成长可以缓冲化学和住宅波动；旧石化资本退出又有改善空间。

负面是市场已经在 2026 年把价格推到 1,906 日元历史新高，说明转型预期并非完全未被发现。当前回落到 1,600 后估值更合理，但安全边际仍依赖执行，而不是单纯低 PB。

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。

Owner 图后绑定说明：本次 Review 的 Research / Technical 在无 Owner 图条件下完成；本图是在该 Review 冻结后按同一 Review 身份补绑定，仅用于最终公开展示。文中关于“未继承/未分配 Owner Media”“无图”或 text-only 的表述均描述研究冻结时点，不代表最终页面仍无图；Research Truth、Technical、Score、Review 日期与历史身份均未因此改变。

10.1 | Technical Question：2026 年突破 2018 历史高点后，1,500—1,600 日元能否成为新的长期承接区

旭化成长期价格史具有明显的多周期回归特征。2007 年最高约 977 日元，2008 年金融危机最低约 290；2013—2014 重新抬升到 800—1,100 区域；2017—2018 又形成一轮大扩张，2018 年最高 1,765 日元。

随后价格重新被吸回：2020 年最低 606.1，2022 年最低 937，2023 年最低 893.5，2024 年最低 901.2。也就是说，2018 高点之后多年，900—1,200 日元仍是很强的旧长期价格吸引区。

2025 开始结构明显改变：全年低点 880、高点 1,426.5、年末 1,389；2026 年 1 月低点 1,415 之后，7 月 6 日进一步达到 1,906 日元，首次明确越过 2018 年 1,765 历史高点。

因此当前最重要的问题是：这次突破是真正把长期重心迁移到 1,500 以上，还是又一次冲高后最终会被 900—1,200 旧区间重新吸收。

10.2 | 旧 900—1,200 日元中心已经明显弱化，但还没有完全死亡

2020—2024 每年都能在 900—1,200 附近看到大量停留或回返。2025 后，价格逐步离开这个区间，2026 年年内最低 1,415 已经明显高于旧中心。

这说明长期恢复力的方向发生变化：过去负向冲击很容易把价格重新带回 1,000 附近，现在至少到目前为止，回撤仍停留在更高区域。

不过完整新状态需要更多历史。只有未来经历新的盈利、宏观或市场冲击后仍然无法被旧区间重新吸回，才能更有把握判断旧运动规律真正死亡。

10.3 | 1,906 新高后的回撤约 16%，属于健康但未完成的 Return Test

从 7 月 6 日 1,906 日元历史高点到 9 月 18 日 1,600，回撤约 16%。8—9 月期间价格曾下探到约 1,518 附近，然后回到 1,600。

与 2020 年从 1,226 跌到 606 的深度相比，这次回撤明显温和；更重要的是，它仍远高于 2024—2025 旧低位。

因此当前 Return Topology 是正面的：冲出历史高点后虽然回撤，但没有立即塌回旧中心。

10.4 | 1,500—1,600 区间是当前最有信息价值的结构区域

1,500 附近既高于 2025 年高点大部分时间，也接近 2017 年 1,533 高点和 2026 回撤后的主要停留区。

如果后续多次冲击仍能在这一区域获得承接，意味着历史上的上沿正在转化成新状态的内部支撑。

反过来，如果持续跌破 1,400 并重新进入 1,000—1,200 旧中心，新状态质量就会明显下降。

10.5 | 2026 财报强劲后价格没有持续创新高，显示预期已经领先于部分基本面兑现

Q1 于 7 月 31 日公布，营业利润同比增长 51.5%，但股价在 7 月 6 日已经提前创出 1,906 历史新高，之后没有因为强劲 Q1 重新突破。

这说明当前价格系统并不是简单“业绩好就涨”，市场在新高阶段已经提前交易组合转型和盈利改善，也开始要求更进一步的现金流和资本回报证据。

因此 Fundamental × Technical 时序更接近 Price-led → confirmation phase：价格先完成历史突破，财务随后兑现一部分，现在进入验证新高能否被长期保留的阶段。

10.6 | 当前 Technical State 与失效条件

当前纯价格结论是：长期价格重心迁移已经形成可信证据，2018 历史高点也被突破；但新状态仍处于首次重要回抽后的建立期，1,500—1,600 日元能否成为反复承接区比短期再次创新高更重要。

更强确认：回抽持续守住 1,500 附近，并重新在 1,700—1,900 上方形成重复运行；失效证据：长期跌破 1,400 并重新回到 1,000—1,200 旧吸引区。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

M&A 回报风险。Aicuris、Calliditas、Veloxis 等资产形成大额商誉和无形资产，药物审批或销售低于预期会降低 ROIC 并产生减值风险。

杠杆与现金转换风险。Q1 有息负债升至约 1.21 万亿日元，经营现金流显著低于会计利润；如果并购与扩产继续快于现金产生，财务弹性会下降。

北美住宅周期。美国按揭负担高、建筑商普遍使用销售激励，海外住宅增长可能以利润率换销量。

基础化学退出执行。关停与整合有望提高效率，但过渡成本、客户供应迁移和绿色投资可能拖慢收益释放。

电池隔膜扩产风险。EV 需求、客户认证、竞争和产能利用率决定新北美资产回报。

电子材料周期。AI 和先进封装需求强，但半导体资本开支高度周期化。

氢能商业化风险。水电解技术与产能扩张真实，但绿氢成本、政策和项目经济性仍未完全成熟。

11.2 | 主要催化剂

Aicuris pritelivir 监管进展和商业化；Calliditas/Veloxis 增长高于计划；ZOLL 持续提高 Critical Care 利润；电子材料台湾新厂利用率提升；Hipore 北美产线正式商业生产并拿到稳定客户；Material 退出项目按计划完成并释放资本；美国住宅利率下降、激励减少；经营现金流恢复并使 D/E 停止上升；ROIC 向 2027 年 6% 和 2030 年 8% 以上目标靠近。

12 | 反常识发现

12.1 | 旭化成最大的转型不是“去化工”，而是改变资本回报的来源

公司不会离开材料业务。更准确的变化是：低差异化、高固定资本的基础化学比重下降；高认证、高技术和高知识产权业务比重上升。

这意味着未来集团仍然可以叫综合化学企业，但利润质量可能越来越不像传统综合化学。

12.2 | 利润多元化提高韧性，却可能让低回报资本更难被发现

Healthcare、Homes、Material 周期不同，合并利润会比单一化学公司平滑。

但这也会有一个反面：高回报 Healthcare 的利润可以掩盖传统化学低 ROIC，住宅利润又可能掩盖并购资产回报不足。

所以多元化集团最应该看的不是合并利润稳定，而是事业组合的资本回报差异是否持续收敛。

12.3 | Power44 方向最重要的答案是：电力销售只是边缘接口，真正的电力经济价值在“使材料/住宅技术进入电力系统”

旭化成并不是公用事业公司，公开资料也没有显示电力零售构成集团主要收入或利润池。

Homes 的 HEBEL 电力会收购住宅屋顶太阳能并用于集团业务，增强客户关系和 RE100 闭环；旭化成又与中国电力共同开发蓄电池运行优化系统，把电池劣化数据用于电力市场调度；水电解则把膜、电极和化学工程能力进入绿氢系统。

所以电力的真正作用不是“增加一条卖电收入”，而是给住宅、隔膜、数据和电解技术提供新的应用场景与客户接口。这条结论成立后，继续把电力零售当作主线研究的信息价值已经下降，应回到资本组合与新资产 ROIC。

12.4 | 退出 Daramic/UVC 和压缩乙烯，比新增任何一个“绿色项目”更能证明资本纪律

企业最容易展示新项目，最难的是停止已经投入多年的业务。

旭化成连续出售 Daramic、停止 UVC LED 并参与基础石化大规模整合，说明管理层至少开始愿意承认部分资产不再是最佳资本用途。

后续真正的验证是：释放出的资本是否没有再次被低回报新项目吞掉。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 经营现金流能否追上利润

Q1 营业利润 813 亿、归母净利润 538 亿，但经营现金流只有 143 亿。下一季优先看库存、应收应付和一次性营运资金变化是否逆转。

13.2 | Aicuris 收购的三个可验证节点

第一是 pritelivir 监管结果；第二是 Prevymis 特许权使用费与销售进展；第三是并购后 2028 财年开始能否如公司预期在摊销后贡献正营业利润。

13.3 | 有息负债与 ROIC 必须一起看

单独看到 D/E 0.57 并不能判断风险。如果 ROIC 快速上升，适度杠杆可以提高资本效率；如果 ROIC 不升而债务继续增加，转型质量会恶化。

13.4 | Material 20%结构转型的实际资本释放

跟踪工厂关闭、资产出售、减值、固定成本节省、员工与供应链迁移，以及退出后 Material 的利润率和投入资本是否改善。

13.5 | 北美住宅“量”和“价”的关系

美国建筑商普遍使用激励。旭化成海外住宅若销量增长但毛利继续下降，应把它视为低质量增长，而不是单纯海外扩张成功。

13.6 | Power 相关业务的边界

只有当 HEBEL 电力、储能优化软件或水电解业务开始披露独立、可量化、对集团重要的收入/利润/资本回报时，电力主题才值得重新上升为集团投资问题。

13.7 | Technical 下一条最有价值证据

不是再次触碰 1,906，而是未来重大回抽仍能否守住 1,500—1,600 附近。若这一区域从历史上沿变成长期承接区，新状态质量会显著提高。

14 | Kabugami Score 评分卡

Score Version：V3.2

Kabugami Score：70.55 / 100

Rating：B+

模块	权重	内部判断	加权贡献	核心理由
财务韧性与下行防御	13	65/100	8.45	三大领域分散周期且净资产厚，但 Q1 有息负债升至约 1.21 万亿日元、经营现金流偏弱，无形资产规模也显著增加。
竞争优势与结构耐久性	14	75/100	10.50	Healthcare 临床/渠道、电子材料客户认证、HEBEL 住宅与膜技术均有真实壁垒；基础化学仍是低定价权拖累。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	65/100	11.05	Q1 利润增长强且组合改善，但现金转换弱于利润，M&A 和库存占用使未来 ROIC 验证非常关键。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	80/100	8.80	Healthcare、Homes、Material 具有不同需求和客户驱动，业务分散度高；同时监管、住宅利率、半导体/EV 周期形成不同依赖。
估值与安全边际	15	65/100	9.75	约 13.5 倍 PER、1.02 倍 PBR 并不昂贵，但 2026 年已经创历史新高且转型价值部分被市场认

				识，不属于深度折价。
资本配置与股东回报	10	70/100	7.00	DOE 约 3%、累进分红和旧业务退出是正面；Aicuris 等并购金额大，新资本回报仍需后验验证。
治理、所有权与管理层	7	75/100	5.25	ROIC/ROE 目标、best-owner 退出和治理披露较成熟；多元业务与全球 M&A 增加资本监督难度。
Kabugami 技术结构	13	75/100	9.75	2026 首次突破 2018 历史高点，年内低点也明显抬升；1,500—1,600 回抽区仍需更多时间证明能成为新长期承接中心。
合计	100		70.55	B+：组合质量与长期价格结构都在改善，但新资本的现金回报仍是决定是否继续升级的关键。

Technical 贡献来自完整纯价格 Technical Synthesis，不来自 Power44 主题、基本面事件或任何 Owner 图片。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance / 风险披露

本报告为公开资料基础上的研究记录，不构成任何形式的投资建议、证券推荐、收益保证或投资招揽。旭化成是多业务集团，医药监管、医疗器械、住宅利率、半导体周期、汽车/电池需求、化学原料和汇率等变量均可能显著改变未来盈利与估值。

本轮 Review 机器日期为 2026-09-19；价格 Technical 使用 2026-09-18 最新完整东证交易日作为 settled 观察点，没有把 9 月 19 日非交易时段价格当作完成市场证据。

Power44 的临时电力问题仅作为 Open Discovery 起始 VOI。研究确认旭化成存在 HEBEL 电力、储能软件、水电解等真实电力接口，但电力销售本身并非集团重大独立利润池后，已把研究重心返回资本组合、Healthcare M&A、Material 退出和现金回报。没有为电力主题增加任何评分权重、固定章节或强制结论。

本轮无法通过现有 Review-specific Owner Media 路径安全确认 3407 对应 Owner Image 的精确 Ticker/Review 身份，因此未见附件序号猜测绑定，采用 text-only 交付。图片缺失不削弱 Technical Research。

15.2 | 主要一手来源

1. 旭化成 | 決算短信・決算説明会資料 (2027 年 3 月期 Q1, 2026-07-31)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/ir/library/financial-briefing>

2. 旭化成 | 中期経営計画 2027 ~Trailblaze Together~

<https://www.asahi-kasei.com/jp/ir/strategy>

3. 旭化成 | 重点成长事业说明会 (医药、Critical Care、海外住宅、电子材料)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2026/ze260108>

4. Asahi Kasei | Aicuris 收购完成 (2026-04-20)

<https://www.asahi-kasei.com/news/2026/e260420-2>

5. 旭化成 | 台湾先进半导体封装材料新工场 (2026-07-03)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2026/ze260703>

6. 旭化成 | 北卡罗来纳 Hipore 隔膜涂布线竣工 (2026-08-26)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2026/ze260826>

7. 旭化成 | Daramic 铅酸电池隔膜事业转让 (2025-12-02)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2025/ze251202>

8. 旭化成 | UVC LED 事业结束 (2026-03-26)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2026/ze260326>

9. 旭化成・三井化学・三菱ケミカル | 西日本乙烯生产体制整合 (2026-01-27)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2026/ze260127>

10. 旭化成 | 乙烯共同事业体出资比率 (2026-05-12)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2026/ze260512-3>

11. 旭化成 | 水电解/食盐电解川崎新工场 (2026-08-19)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2026/ze260819>

12. 中国電力・旭化成 | 蓄电池运行优化系统共同开发 (2026-04-23)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2026/ze260423>

13. 旭化成 | 公司概况

<https://www.asahi-kasei.com/jp/company/profile>

14. 旭化成 | Corporate Governance (2026-06-24 更新)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/sustainability/governance/cg/>

15. 旭化成 | 员工持股会特别奖励制度 (2026-02-04)

<https://www.asahi-kasei.com/jp/news/2026/ze260204>

15.3 | 外部现实与市场来源

16. NAHB | Affordability Pressures Keep Builder Confidence Low (2026-08)

<https://www.nahb.org/news-and-economics/press-releases/2026/08/affordability-pressures-keep-builder-confidence-low>

17. S&P Global | Japan steam-cracker consolidation (2026-01-27)

<https://www.spglobal.com/energy/en/news-research/latest-news/chemicals/012726-japans-mitsubishi-chemical-asahi-kasei-mitsui-chemicals-to-merge-steam-crackers>

18. Chemical & Engineering News | Asahi Kasei petrochemical scale-back (2026-05)

<https://cen.acs.org/business/petrochemicals/Asahi-Kasei-sharply-scale-back/104/web/2026/05>

19. ZOLL | Next-generation LifeVest U.S. launch (2025-12-19)

<https://www.zoll.com/en-us/about/news-and-events/press-releases/press-release/2025/12/19/zoll-launches-fifth-generation-lifestest-wcd>

20. Yahoo! ファイナンス | 3407 旭化成 株価・估值・日线

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3407.T/history>

21. 株探 | 3407 旭化成 年次长期价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/3407/historical_prices/yearly/

15.4 | Research Debt / 下次优先验证

- Aicuris/Calliditas/Veloxis 每项资产的收购后实际 ROIC、商誉摊销后利润和自由现金流公开粒度仍有限；
- Healthcare 各业务之间的商业渠道复用能降低多少增量销售成本，需要后续产品级利润验证；
- Hipore 北美新产能的已签客户、利用率和单位回报尚未充分公开；
- Material 约 20% 结构转型完成后实际释放的投入资本与固定成本节省，需要在 2030 前持续量化；
- HEBEL 电力、储能软件和水电解的独立收入/利润/资本回报目前不足以证明电力业务对集团估值具有一级重要性；
- Q1 经营现金流弱是否主要为季度营运资金时点因素，需要至少后续半年/全年数据验证。

这些 UNKNOWN 已进入下一次 Review 优先入口，没有为了完成报告被改写成确定事实。

Publication continuity：本轮形成 3407 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；后续公开交付只走既有 Single Report → WordPress → Permanent / Gateway / PDF / Timeline / SEO-GEO 路径，不创建第二发布路径。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 3877 -->

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。