

4382 HEROZ, Inc. (HEROZ株式会社)

Kabugami V3.2 44.95/100 · C

这家公司是做什么的

HEROZ主营企业AI实施、生成式AI工具和面向消费者的AI产品，并通过Variosecur经营托管网络安全服务；集团还拥有培训、后台业务流程和其他AI服务业务。

最近亮点

FY2027第一季度收入同比增长8.5%至16.43亿日元，营业利润增长52.8%至1.80亿日元；经营杠杆改善具有实质性，但尚未建立正常化每股现金收益。

资料截止 2026-09-14 · 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	Canonical / OpenAI 研究
研究日期	2026-09-14
评分版本	V3.2
发布源 SHA	eb732b92ba268d97b596decd7ecb44ace1b031cb
交付代码版本 SHA	eb732b92ba268d97b596decd7ecb44ace1b031cb
交付运行时指纹	1f912cc3b068cfd50d499b17fd442b48d7874e07fa92f7b1097162e1cd07b577
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	60bd1f41-6228-5f2c-89c6-33715f6faca0
Canonical 快照 ID	22366ef5-deed-59ad-90e7-4cf5530b8288
Canonical 研究日期	2026-09-14
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	4382

先看研究要点

为什么值得研究	Variosecure 形成当前最可靠的经常性利润底座；集团经常性收入占比 72.2%，FY2027 第一季度收入与营业利润同步改善，更正后 FY2026 营业现金流 6.48 亿日元并高于营业利润。
最需要担心什么	收购扩张、约 16.8%的 Variosecure 换股稀释、商誉和总部成本可能在 ASK 留存及收购回报尚未验证时持续侵蚀每股价值；价格系统也尚未确认更高状态。
Kabugami 现在怎么看	Kabugami Score V3.2 为 44.95 分、评级 C。暂不介入，列入观察名单；HEROZ 具备托管安全利润基础和工作流 AI 选择权，但 ASK 留存、收购 ROIC、业务级有机自由现金流、稀释后每股收益及更高价格区间的保留均未获验证。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题是每股现金回报，而不是 AI 市场规模

HEROZ 当前真正需要回答的，不是日本企业是否会增加 AI 和网络安全投入，而是公司能否把托管安全、AI 项目、培训与后台业务流程，转化为可持续发展的每股有机现金回报。安全业务已经提供较稳定的利润基础，FY2027 第一季度也显示经营改善；但 ASK 留存、业务级自由现金流和收购回报仍未得到验证。因此，现阶段只能把它视为具备业务基础和增长选择权、但尚未证明复利能力的公司。

相关研究发现：F009·F025

01.2 | 完全控股带来归属利润，也抬高了回报门槛

Variosecure 完全子公司化消除了少数股东权益，使更多利润归属于 HEROZ 股东，但交易同时新发行约 255.9 万股，预计股本扩大约 16.8%。这意味着初期 EPS 改善主要包含所有权会计变化，不能直接当作经营协同。只有新增现金利润在扣除总部成本和整合投入后，仍能超过扩大的股本及资本成本，交易才真正为原有股东创造价值。

相关研究发现：F009·F047

01.3 | 经营改善尚未获得价格系统确认

价格层面尚未为建设性判断提供确认。经营利润改善、业务重组和整合公告曾带来短暂脉冲，但没有形成可持续的更高价格区域。基本面证明与价格保留必须同时出现：前者需要 ASK 单位经济、收购 ROIC 及稀释后现金收益，后者需要价格在更高区间经受有效回抽。两者尚未完成，因此当前行动是暂不介入、列入观察名单。

相关研究发现：F025·F051

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 从 AI 开发商变成收购搭建的服务与安全集团

HEROZ 已经不是单一 AI 产品开发商。上市公司经济边界包括 AIX 服务、面向消费者的 AI 产品和托管 AI Security 业务；集团通过收购纳入多家 AI 服务公司，拥有 Variosecur 全部股权及 AKM 70% 股权。普通股东实际持有的是一个由收购搭建、同时依靠软件、专业服务和安全运营赚钱的集团。最终控股架构及母公司层面的现金上划安排截至本次截止日仍未完全披露。

相关研究发现：F001·F053

02.2 | 49.69 亿日元 ARR 的主体来自成熟业务

FY2027 第一季度集团 ARR 达到 49.69 亿日元，经常性收入占季度收入 72.2%。不过，这一规模主要来自 Variosecur 及其他既有服务，ASK 的 ARR 约为 2.3 亿日元。当前最可靠的经济基础因而是 Variosecur 的托管安全合同和较强的分部利润，而不是仍处于验证阶段的生成式 AI 产品。完全控股增加了 HEROZ 对该利润的归属，但所有权变化应与真实经营增长分开理解。

相关研究发现：F002·F004·F034

02.3 | 安全业务提供底座，流程资产承担增长试验

AKM 为集团带来会计、劳务和法务等后台流程及专业执行能力，但其收购前独立盈利规模很小。其价值不在于静态利润，而在于能否把真实业务流程与 AI 代理结合，形成自动化、交叉销售和持续收费。由此，HEROZ 的商业模式呈现清晰的两层结构：安全业务提供当前现金与稳定性，收购的流程、培训和 BPO 能力承担未来 AI 服务的成长试验。

相关研究发现：F035·F053

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 工作流实施能力已有案例，产品化回报仍未验证

HEROZ ASK 正从安全对话和检索工具扩展到 Notion、Box、Slack 等工作流连接，并尝试让 AI 代理直接参与业务执行。NZAM 案例显示，多代理系统能够覆盖超过 1,000 家被投企业，说明 HEROZ 确有

处理复杂专业流程的实施能力；但案例没有披露合同收入、交付成本、准确率比较或复制效率。能力已经得到客户项目支持，产品化和盈利复制仍待证明。

相关研究发现：F005·F007·F040·F054

03.2 | 培训与 BPO 可能成为获客入口，但漏斗尚未闭环

AKM 提供后台业务流程，Extra 提供约 450 项培训内容、约 100 家 OEM 客户及代理网络，School TOMAS 项目则证明集团能够组织分阶段的 AI 采用培训。这些资产可能降低 ASK 获客摩擦，并从培训进入部署和订阅。然而，培训满意度、累计客户数和渠道覆盖都不是留存收入；当前缺少 Extra 客户转化为 ASK 订阅的比例、获客成本、续约率与收入提升数据。

相关研究发现：F031·F035·F036·F044

03.3 | 累计客户数不能替代 ASK 单位经济

ASK 公开月费档位为 10 万、30 万和 50 万日元，累计签约客户约 470 家，但这些数字不足以推导产品经济性。仍需区分付费活跃客户与累计客户、不同套餐与折扣、活跃 ID、使用强度、流失、模型和云成本、获客费用及完全分摊后的贡献利润。在这些数据出现前，ASK 应被视为有增长可能性的产品，而不是已经得到证明的高质量 SaaS。

相关研究发现：F005·F028

03.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束

稳定性较高的安全业务也并非没有供应链风险。Variosecur 的 VSR 设备依赖两家台湾制造商，VCR 设备依赖一家英国供应商，部分合同还包含最低采购义务。供应中断或需求低于承诺，可能分别传导为服务连续性问题、库存积压和利润率压力。客户、渠道、外包人员及供应商集中度、替代周期和最低采购金额均未公开，是判断这项利润底座能否承受压力的关键缺口。

相关研究发现：F002·F014·F030·F041·F042

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 企业 AI 与安全需求真实存在，但行业增长不等于公司回报

日本企业扩大 AI 采用，同时面对勒索软件、供应链攻击及 AI 使用相关网络风险，为实施、培训、治理和托管安全带来长期需求。IPA 将这三类风险列为 2026 年组织安全威胁的前三位，支持安全支出并非短期题材的判断。不过，行业需求只能说明客户问题存在，不能证明 HEROZ 能够以有利价格和资本回报获取增长。

相关研究发现：F018·F045

04.2 | 供应商同时是竞争者，通用代理功能正在标准化

ASK 依赖 Microsoft Azure 及外部基础模型，而 Microsoft 自身也提供企业代理和工作流执行功能。与此同时，NTT 等大型国内集团也在开发行业专用模型。通用连接、检索和代理执行逐渐成为平台标准能

力，客户还可以选择大型系统集成商、专业 SaaS、内部开发，甚至继续采用人工流程。HEROZ 若不能在行业数据、治理、安全、实施结果或渠道上形成可测量优势，价值更可能被云平台或更大型集成商获取。

相关研究发现：F006·F019·F039·F043

04.3 | 监管既创造需求，也提高履约与责任成本

日本 AI 治理规则要求开发者、提供者和使用者承担安全、公平、隐私、透明及问责责任。这会提高客户对受控 AI 服务的需求，也会增加 HEROZ 的文档、监控、信息安全和责任负担。治理能力可能成为企业采用门槛，但只有当客户愿意为此付费、且合规成本没有吞噬利润时，它才构成经济优势；公司层面的合规成本及事故责任条款尚未披露。

相关研究发现：F020·F046

05 | 护城河判断

05.1 | 潜在壁垒位于专业工作流，而非基础模型

HEROZ 最可能形成的 AI 壁垒，不是训练自有通用基础模型，而是把客户流程、专业判断样本、实施经验和安全控制沉淀为可重复交付的工作流。NZAM 项目提供了这种能力的外部案例。如果新增业务样本持续改善服务结果，并使客户更难迁移，集团可能形成数据、实施和续约相互强化的循环。

相关研究发现：F007·F040·F054

05.2 | 功能扩展尚未证明客户切换成本

这一循环目前仍是假设。外部模型和云基础设施降低了 HEROZ 对核心技术层的控制，大型平台及国内科技集团也在追求相同的行业专用化。功能丰富并不自动形成切换成本；如果连接器和代理能力可由平台直接提供，客户可能只在项目期依赖 HEROZ，而不会形成高留存、高毛利的长期关系。

相关研究发现：F006·F019·F039·F043

05.3 | 渠道与安全信誉有价值，留存才是最终证明

Extra 渠道和客户培训能够降低采用门槛，Variosecure 则可能提供安全信誉和既有客户接触面，但这些条件只有转化为 ASK 活跃使用、续约、ARPA 提升及正贡献利润，才属于护城河证据。目前没有公开的分批客户留存、替换案例、合同期限或训练客户转订阅数据。因此，安全业务具有一定运营连续性，ASK 护城河则仍未证实。

相关研究发现：F005·F028·F036·F044·F053

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 第一季度杠杆改善真实，但尚不足以正常化

FY2027 第一季度收入同比增长 8.5%至 16.43 亿日元，营业利润增长 52.8%至 1.80 亿日元；调整 StrategIT 出售和 AKM 并表后，收入增长仍具有较强的有机成分。BtoB 产能利用率提高、收入增速快于有机销售成本，支持经营杠杆正在改善。不过，外包资源增加、AIX 此前利润下滑以及缺少产品级利润率，使一个季度不足以确立正常化盈利能力。

相关研究发现：F003·F022·F050

06.2 | 强安全分部被高额总部成本部分抵消

FY2026 分部数据显示，AI Security 是更强的利润池，而集团 72.2%的经常性收入比例也主要由成熟安全和服务业务支撑。问题在合并层面：约 11.03 亿日元未分配总部成本显著削弱分部利润总和。若整合不能减少重复成本或产生可核验的交叉销售，分部看起来不错并不保证集团利润率和收购回报同步改善。

相关研究发现：F002·F004·F017·F034

06.3 | 营业现金流优于利润，营运资金却在吸收现金

更积极的证据来自现金流。更正后 FY2026 营业现金流为 6.48 亿日元，高于 5.23 亿日元营业利润；与 Tifana 有关的或有对价被正确重分类为投资现金流。不过，应收款、合同资产和库存增加，同时合同负债下降，说明部分增长占用了现金或减少了预收资金。年度现金转化较好，但不能据此断言所有经常性和项目收入都能立即转化为股东现金。

相关研究发现：F013·F016·F049·F056

06.4 | 流动性提供修复时间，商誉限制资产质量

截至 2026 年 4 月 30 日，现金及现金等价物为 33.67 亿日元，长期借款连同一年内到期部分约 12.99 亿日元，短期偿债压力看起来可控。但约 17.90 亿日元商誉及软件资产会在收购业务未达计划时形成减值风险。现金为整合和修复争取时间，却不等于完整安全边际，因为资金仍可能被低回报投资、减值或经营缺口消耗。

相关研究发现：F010·F015·F048·F053

06.5 | 业务级现金回报与换股后资产负债表仍是关键空白

财务判断仍受三个数据缺口限制：各持续经营业务的有机收入、利润和自由现金流未披露；客户、外包人员和关键供应商集中度未知；Variosecure 换股后的母公司可用现金、稀释后股数、债务和商誉尚待后续报告。特别是英国单一设备供应及最低采购义务，可能把需求疲弱同时传导到库存、利润和现金流。

相关研究发现：F027·F030·F032·F042

07 | 股东、役員与治理

截至 FY2026 末，董事会有七名董事，其中三名为外部审计委员会董事；两位创始人在 Variosecure 换股前各持股 28.55%。这种结构有利于战略连续性，但也使少数股东高度依赖创始人的资本配置判断。公

司不分红，并持续以新股完成收购和限制性股票报酬，因此形式上的外部监督能否真正约束收购、发行和整合决策，比董事人数本身更重要。换股后创始人持股比例、董事会实际质询力度及内部投资门槛均不可观察。

相关研究发现：F021

08 | 资本政策

08.1 | Variosecure 换股扩大控制，也扩大稀释

Variosecure 换股让 HEROZ 取得全部安全业务利润并消除母子公司利益冲突，但约 255.9 万股新股使预计股本扩大约 16.8%。因此，资本政策不能按集团收入或归属利润是否增加来评价，而应按稀释后的每股现金收益来评价。完全控股可以改善报表归属，却只有在实际协同超过新增股份和整合成本时才提高原股东价值。

相关研究发现：F008·F009·F034·F047

08.2 | StrategIT 退出证明能纠错，也暴露此前配置失败

StrategIT 曾持续亏损、发生软件减值，随后出售给 GMO GlobalSign Holdings。出售亏损资产体现了修复组合的意愿，并移除了持续拖累；但它不能证明最初投资获得回报，反而构成收购选择和整合并非稳定成功的直接反证。当前收购计划需要更高证明标准，不能仅凭退出能力或处置收益获得正面评价。

相关研究发现：F011·F012·F037·F038

08.3 | 能力拼图尚未转化为可核验的收购 ROIC

AKM、Extra 及其他收购确实补齐后台流程、培训和渠道能力，但集团层面的高额总部成本可能吸收协同。收购体系只有在新增业务产生的税后经营现金回报超过收购价、商誉、整合成本和资本成本后，才从能力拼图转化为价值创造。目前交易级投入资本、独立现金流和实现协同并未持续披露。

相关研究发现：F017·F035·F055

08.4 | 没有分红底线，资本纪律必须由透明回报证明

公司零分红且多次以新股完成收购和股权激励，股东回报主要依赖管理层再投资。下一步需要披露收购门槛、回收期、实现协同、换股后稀释股数及可支配现金。若缺少这些数据，集团扩张速度越快，原股东承担的资本配置风险反而越大。

相关研究发现：F021·F029·F032

09 | 估值与安全边际

09.1 | 历史跌幅巨大，当前估值却仍包含执行预期

2026 年 9 月 11 日收盘价为 757 日元，显示 PE 约 38.37 倍、PBR 约 2.31 倍。股价已经从 2018—2019 年超过 1 万日元的高位大幅下跌，但低于历史高点并不等于便宜：当前倍数仍要求未来利润增长和

整合成功。更重要的是，换股后的稀释 EPS、正常化自由现金流和可靠一致预期均不可得，估值分母本身尚不稳固。

相关研究发现：F022·F023

09.2 | 估值必须穿透所有权会计和扩大的股本

Variosecure 完全控股会机械性提高归属于母公司股东的利润，同时扩大股数。合理估值必须以换股后股数为基础，并把真实经营协同与少数股东权益消除分开。若收购 ROIC、总部成本和业务级现金回报不能验证，按照收入、ARR 或并表利润给予更高估值，会把尚未实现的协同提前资本化。

相关研究发现：F008·F009·F012·F047·F055

09.3 | 财务生存能力强于估值安全边际

现金高于借款、托管安全业务能够产生利润，这些因素降低了普通衰退中被迫融资的概率。但商誉、软件资产、零分红和管理层继续收购的自由度，使现金不能被全部视为股东可兑现的净资产。HEROZ 的下行保护更接近“公司有时间修复”，而不是“股价有明确资产底”。

相关研究发现：F015·F026·F048·F057

09.4 | 安全边际需要更可靠的盈利分母或更低价格

估值重新获得吸引力需要两条路径之一：其一，公司披露持续的业务级有机自由现金流、ASK 留存和收购回报，使当前增长预期可以被验证；其二，价格下降到足以补偿这些未知数的水平。现阶段既无法可靠计算正常化每股现金收益，也无法拆出市场对 ASK 转化、利润率和资本回报的具体假设，因此安全边际判断偏弱。

相关研究发现：F027·F029·F031·F032·F050·F056

10 | Kabugami 技术结构

10.1 | 长期崩塌后的低位稳定，而非已经反转

HEROZ 于 2018 年上市，复权年度高点在 2018 年达到 12,412 日元、2019 年达到 10,230 日元，随后经历长期下跌。年度收盘价从 2020 年的 2,658 日元降至 2021 年的 1,307 日元、2022 年的 955 日元；2023 年虽反弹至 2,550 日元附近，之后仍在 2026 年创下 690 日元的新低。

2026 年截至 9 月 11 日的运行范围为 690—995 日元，收于 757 日元。完整路径显示，当前不是高位回调，而是长期价格区域持续下移后的低位稳定阶段。

相关研究发现：F024·F052

10.2 | 波动收窄与价格重心下移同时存在

价格波动相较早期明显收窄，下跌速度也弱于 2020—2021 年，但年度低点仍从 2024 年的 864 日元、2025 年的 758 日元下降到 2026 年的 690 日元。价格主要在 700—900 日元反复组织，2025 年曾

多次进入约 1,050—1,250 日元区域，却未能保留。波动降低与价格重心未上移同时存在，说明旧下跌过程的速度已经减弱，但新的上升状态尚未建立。

相关研究发现：F052

10.3 | 反弹多次被旧低价区域重新吸收

历次脉冲后的返回行为比突破本身更具信息量。2023 年的大幅反弹后来被完全重新吸收；2025 年升至 1,300 日元以上的尝试也回到低位。2026 年 6 月业绩窗口中，收盘价由 6 月 11 日的 761 日元升至 6 月 12 日的 803 日元，却在 6 月 23 日回落至 713 日元。旧的 700—900 日元长期价格吸引区仍具有较强重新吸收能力，迁移过程尚未从短暂离开推进到回抽后保留。

相关研究发现：F052

10.4 | 好消息保留弱，负面位移更持久

纯价格状态形成后再看事件响应，结论是“基本面事件未能形成持久迁移”。2026 年 4 月 Variosecure 整合公告后，价格停留在 800 日元后段并随后走低；6 月业绩脉冲也在数日内回吐。相反，2025 年 9 月业绩窗口后的下跌留下了更持久的负向位移。这种响应不对称说明市场尚未持续接受经营改善和整合叙事，价格变化也没有为当前基本面假设提供先行确认。

相关研究发现：F051·F052

10.5 | 确认条件是更高区间经受回抽，失效条件是再创新低

当前技术状态是低位稳定、由死寂向轻微改善过渡的压缩，但没有得到验证的向上迁移。积极确认需要价格持续站上约 900—1,000 日元，并在一次有意义的回抽后不再进入 700—800 日元旧区域，随后形成可重复的 1,000 日元以上运行区间。若跌破 690 日元且反复无法收复 750 日元，或下一次正面事件仍被完全吸收至 800 日元以下，旧下跌状态将重新增强。9 月 11 日第一季度业绩在收盘后发布，截止时尚无下一交易日响应，必须留待后续 Review 判断。

相关研究发现：F033·F052

11 | 风险与催化剂

11.1 | 关键供应链风险集中在最重要的利润底座

最直接的经营风险来自关键依赖。Variosecure 依赖台湾制造商和英国单一设备供应商，最低采购条款可能在需求走弱时形成库存和利润压力；客户、渠道、外包人员及供应商集中度又未量化。安全业务是集团最稳定的利润基础，一旦服务连续性或采购受损，影响会同时落在收入稳定性、现金流和集团融资能力上。

相关研究发现：F014·F030·F041·F042

11.2 | 商誉、失败收购与进一步稀释可能叠加

资本风险来自收购回报不达预期。约 17.90 亿日元商誉及软件资产可能减值，StrategIT 的亏损、软件减值和出售已经证明这种风险能够落到账面。出售弱资产体现纠错能力，却不能恢复已经损失的资本。若 ASK 变现偏弱、收购协同迟迟不出现而公司继续发行股份，集团规模可能增加，每股价值却继续受损。

相关研究发现：F010·F011·F037·F038·F055

11.3 | 公司有修复时间，但每股损失未必可逆

应收款、合同资产和库存上升而合同负债下降，是现金质量的早期警示；但 33.67 亿日元现金和持续经营的安全业务为公司提供修复时间。可修复情景包括削减低回报项目、出售弱资产和依靠经常性安全现金流完成整合。更难修复的情景是重大安全事故、关键技术或设备中断、ASK 长期无法变现，以及减值与新一轮稀释同时发生。

相关研究发现：F015·F016·F048·F053·F057

11.4 | 真正的催化剂必须进入留存、利润和现金

主要正面催化并非泛化的 AI 新闻，而是能够改变经济证据的事项：ASK 活跃客户、留存和 ARPA 持续提高；Extra 培训及 BPO 客户转化为付费订阅；BtoB 利用率保持高位；HEROZ 与 Variosecure 披露实际收入协同或成本节约；安全及 AI 治理需求继续转化为可盈利合同。监管与安全威胁能够扩大需求，也会提高履约成本，因此催化剂必须体现净利润和现金结果。

相关研究发现：F005·F018·F020·F045·F046

11.5 | 价格能否保留好消息，是预期修复的第二条件

基本面改善还需要价格接受。若下一轮业绩或产品进展推动价格形成更高运行区间，并在深度回抽后保留新高度，市场对盈利质量和收购回报的折价可能开始减弱。反之，正面事件继续被吸收回 800 日元以下，将强化“经营数字改善但股东回报质量未获信任”的判断。

相关研究发现：F026·F051

12 | 反常识发现

12.1 | 真正可能复利的是流程数据循环，而不是模型所有权

深入拆解后，HEROZ 可能具备的 AI 优势并不位于通用模型，而位于被收购业务和客户项目中的真实流程数据。NZAM 案例、AKM 后台任务和 Extra 培训渠道可以构成“进入流程—积累样本—改善交付—提高留存”的循环。如果这条循环被单位经济证实，HEROZ 可能从项目型实施商转向更具经常性的 AI 业务流程服务平台；如果没有留存和贡献利润，它仍只是人力、云资源和收购资产较重的服务组合。

相关研究发现：F007·F040·F054

12.2 | 会纠错是优点，但不能抹去错误投资的成本

另一个反常识点是，能够出售失败业务并不等于收购体系已经成功。StrategIT 退出确实减少后续亏损，却同时证明软件投资会减值、被收购业务会偏离计划。组合修复能力值得肯定，但应与初始选项质量、累计资本损失和每股回报分开评价。正因为管理层有纠错能力，投资者更需要看到其收购门槛和实现回报，而不是降低证明标准。

相关研究发现：F011·F037

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | ASK 留存与培训转化是最高价值证据

首先跟踪 ASK 的付费活跃客户与 ID、新增和留存客户群、毛收入留存率与净收入留存率、ARPA、使用强度、获客成本、模型及云成本和完全分摊贡献利润。同时需要观察 Extra 培训、OEM 客户及 School TOMAS 等采用项目中，有多少最终转化为持续的 ASK 订阅。上述数据将决定 ASK 究竟是可扩张产品，还是获客和交付成本较高的功能服务组合。

相关研究发现：F028·F031·F036·F044

13.2 | 业务级有机自由现金流决定盈利质量

其次需要按持续经营业务披露有机收入、毛利、营业利润和自由现金流，并剔除收购并表、业务出售、交易费用及少数股东权益变化。至少两至四个季度的可比数据，才可能判断 AIX 正常利润率、ASK 贡献、总部成本水平以及 FY2027 营业利润 8 亿日元指引是否代表可持续盈利能力。

相关研究发现：F022·F027

13.3 | 收购 ROIC 和换股后资产负债表不能继续缺席

第三项是收购与换股后的完整资本回报表。需要取得各交易的投入资本、税后经营利润、实现协同、整合费用、回收期及减值敏感性，并获得 Variosecur 换股后母公司可用现金、稀释股数、债务、商誉和少数股东权益。这些数据可以区分真正的整合回报与单纯的所有权会计提升。

相关研究发现：F029·F032

13.4 | 利用率、集中度和采购承诺决定经营杠杆耐久性

还应量化 BtoB 项目利用率和合同期限、主要客户与渠道集中度、外包人员依赖，以及台湾和英国设备供应商的采购承诺、库存风险与替代周期。若集中度高或交付依赖持续上升，当前经营杠杆可能在需求变化时迅速反向。

相关研究发现：F030

13.5 | 下一次价格检验是好消息能否留下更高区间

技术层面应观察 9 月 11 日收盘后第一季度业绩公布后的完整交易反应。关键不是单日上涨，而是价格能否进入 900—1,000 日元以上区域，并在后续回抽中避免重新落入 700—800 日元旧区域。该证据在本次技术观察截止时尚不存在，只能进入下一次 Review，不能以事后价格补写本次判断。

相关研究发现：F033

14 | Kabugami 评分卡

14.1 | 财务韧性与下行防御：8.45/13

财务韧性与下行防御贡献 8.45/13。现金高于借款、托管安全业务提供修复能力；但商誉、软件资产、营运资金吸收及换股后现金可用性未知，使流动性尚不能成为完整的股东安全边际。

相关研究发现：F010·F015·F057

14.2 | 竞争优势与结构耐久性：7.00/14

竞争优势与结构耐久性贡献 7.00/14。安全业务和专业工作流提供一定防御元素，但 ASK 依赖外部模型与云平台，面对大型平台和国内科技集团，且缺少留存与替换证据，整体只能评为中性。

相关研究发现：F006·F007·F019

14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：8.50/17

盈利质量、现金转化与资本效率贡献 8.50/17。第一季度利润杠杆及更正后营业现金流是真实改善，但营运资金、总部成本、业务级自由现金流和正常化利润率仍不透明，尚不能形成正面的质量判断。

相关研究发现：F003·F013·F016·F017

14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖：6.05/11

商业结构、产品、客户与关键依赖贡献 6.05/11。经常性安全合同和多种客户入口构成可用基础，但大部分 ARR 并非来自 ASK，客户和供应商集中度、采购承诺及产品经济性未知，结构优势有限。

相关研究发现：F002·F004·F014

14.5 | 估值与安全边际：5.25/15

估值与安全边际贡献 5.25/15。股价相对历史峰值大幅下跌，但约 38.37 倍显示 PE 及不可靠的正常化分母仍要求成功执行；净流动性只能提供部分支撑，不能抵消增长、减值和稀释风险。

相关研究发现：F022·F023

14.6 | 资本配置与股东回报：3.00/10

资本配置与股东回报贡献 3.00/10。收购扩大了能力与收入边界，管理层也愿意出售弱资产；但 StrategIT 失败、约 16.8%的换股稀释、零分红及未验证的交易 ROIC，使资本配置成为主要结构弱点。

相关研究发现：F008·F011·F012·F055

14.7 | 治理、所有权与管理层：2.80/7

治理、所有权与管理层贡献 2.80/7。创始人控制有利于战略连续性，外部董事提供形式监督；但少数股东缺少现金回报底线，且收购门槛、董事会实际约束和换股后控制结构不够透明。

相关研究发现：F021

14.8 | Kabugami 技术结构：3.90/13

Kabugami 技术结构贡献 3.90/13。下跌速度和波动已经减弱，但 2026 年仍出现新低，历史反弹及正面事件脉冲多次被重新吸收，尚未形成可重复的更高运行区间。该贡献来自受保护的完整技术综合判断，而非单一图形或指标。

相关研究发现：F024·F052

14.9 | 总分 44.95，评级 C，行动维持观察

八项贡献合计 44.95 分，对应 V3.2 评级 C。该评分反映“存在安全业务基础和 AI 增长选择权，但每股有机现金回报、收购 ROIC、ASK 留存、估值安全边际和价格确认均不足”的既有裁决。行动维持为暂不介入、列入观察名单；本节仅解释已完成的评分，不重新调整权重、评级或行动。

相关研究发现：F009·F025

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	8.45	现金高于借款、托管安全业务提供修复能力；但商誉、软件资产、营运资金吸收及换股后现金可用性未知，使流动性尚不能成为完整的股东安全边际。
竞争优势与结构耐久性	14	7	安全业务和专业 workflow 提供一定防御元素，但 ASK 依赖外部模型与云平台，面对大型平台和国内科技集团，且缺少留存与替换证据，整体只能评为中性。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	8.5	第一季度利润杠杆及更正后营业现金流是真实改善，但营运资金、总部成本、业务级自由现

			金流和正常化利润率仍不透明，尚不能形成正面的质量判断。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	6.05	经常性安全合同和多种客户入口构成可用基础，但大部分 ARR 并非来自 ASK，客户和供应商集中度、采购承诺及产品经济性未知，结构优势有限。
估值与安全边际	15	5.25	股价相对历史峰值大幅下跌，但约 38.37 倍显示 PE 及不可靠的正常化分母仍要求成功执行；净流动性只能提供部分支撑，不能抵消增长、减值和稀释风险。
资本配置与股东回报	10	3	收购扩大了能力与收入边界，管理层也愿意出售弱资产；但 StrategIT 失败、约 16.8% 的换股稀释、零分红及未验证的交易 ROIC，使资本配置成为主要结构弱点。
治理、所有权与管理层	7	2.8	创始人控制有利于战略连续性，外部董事提供形式监督；但少数股东缺少现金回报底线，且收购门槛、董事会实际约束和换股后控制结构不够透明。
Kabugami 技术结构	13	3.9	下跌速度和波动已经减弱，但 2026 年仍出现新低，历史反弹及正面事件脉冲多次被重新吸收，尚未形成可重复的更高运行区间。该贡献来自受保护的完整技术综合判断，而非单一图形或指标。

总分：44.95 / 100

评级：C

操作建议：暂不介入，列入观察名单。等待 ASK 留存与单位经济、业务级有机自由现金流、收购 ROIC 及稀释后每股收益获得验证，同时要求价格在更高区间完成有效回抽与保留。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告仅用于公开信息基础上的投资研究与教育，不构成买卖证券、投资咨询、收益保证或个别投资者适当性建议。评分、评级和行动是截至 Review 日期的条件性判断，可能因后续财报、产品留存、收购回报、资本政策、价格结构或资料修正而变化。投资者仍需自行评估价格波动、流动性、业务执行、减值、稀释、供应链和网络安全风险。未提供其他利益冲突信息。

相关研究发现：F025·F026

15.1 | 来源范围与证据层级

本 Review 以截至 2026 年 9 月 14 日可合理取得的公开信息为依据，主要使用 HEROZ 财报说明资料、年度证券报告、交易与资本政策公告、公司产品资料、JPX 身份资料，以及客户案例、监管和行业机构材料。公司陈述被视为证据而非自动结论，并通过客户案例、竞争者产品、政策机构和历史披露进行交叉检查。

相关研究发现：F001·F003·F008·F021

15.2 | 价格截止与技术资料限制

技术观察截止于 2026 年 9 月 11 日最后一个完整交易日。该日第一季度业绩在收盘后发布，因此本 Review 没有使用 9 月 11 日之后的交易反应来修改同日技术状态。价格研究采用上市以来年度复权历史和若干事件窗口的日度数据；未提供 Owner 月线原图，也没有完整的本地标准化 OHLCV 数据集，因此未使用需要该数据基础的精细传感器或时间窗口推断。

相关研究发现：F024·F033·F052

15.3 | 不可由公开资料解决的核心未知数

重要未知数包括 ASK 客户群留存和单位经济、各持续经营业务的有机利润与自由现金流、收购投入资本和实现协同、关键集中度，以及 Variosecure 换股后的可用现金、稀释股数、债务和商誉。这些问题不存在足以在本次截止日前解决的合理公开路径，因而保留为 Research Debt，而未以管理层叙述或推算替代。

相关研究发现：F027·F028·F029·F032

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 6 项发现。本次研究共 57 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 2.1 从 AI 开发商变成收购搭建的服务与安全集团
F003 · 在线	06 6.1 第一季度杠杆改善真实，但尚不足以正常化
F025 · 在线	01 1.1 核心问题是每股现金回报，而不是 AI 市场规模
F009 · 在线	01 1.1 核心问题是每股现金回报，而不是 AI 市场规模

F047 · 在线	01	1.2	完全控股带来归属利润，也抬高了回报 门槛
F051 · 在线	01	1.3	经营改善尚未获得价格系统确认

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 | 2.1 | 从 AI 开发商变成收购搭建的服务与安全集团

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；02 | 2.1 | 从 AI 开发商变成收购搭建的服务与安全集团；15 | 15.1 | 来源范围与证据层级

研究主题：公司本质；研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Tokyo Stock Exchange Listed Company Search — 4382 (<https://www2.jpx.co.jp/tseHpFront/StockSearch.do?callJorEFlg=1&method=topsearch&topSearchStr=4382>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01
- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Full-Year Financial Results Presentation (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Group Perimeter and History (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、33；专项深挖：01、33；同业比较：01、03、04、07、09、23、33；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- HEROZ Stock Information (<https://heroz.co.jp/ir/stock/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01
- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：HEROZ is a TSE Standard-listed information-and-communications group combining AIX services, consumer AI products and managed AI Security, including wholly owned Variosecure and a 70% interest in AKM.
- 内部研究类型：ECONOMIC_IDENTITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：Ordinary shareholders own an acquisition-built AIX and AI Security group whose economics cannot be understood as a single AI product.
- 不确定性（原始记录）：The final holding-company legal structure and parent-level cash-transfer arrangements were not disclosed by the cutoff.

在线打开本发现 →

F002 | 02 | 2.2 | 49.69 亿日元 ARR 的主体来自成熟业务

写入正文：02 | 2.2 | 49.69 亿日元 ARR 的主体来自成熟业务；03 | 3.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束；06 | 6.2 | 强安全分部被高额总部成本部分抵消；14 | 14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖：6.05/11

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）

- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Full-Year Financial Results Presentation (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- Information Security 10 Major Threats 2026 (<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Variosecure's recurring managed-security contracts and stronger disclosed segment profit currently form HEROZ's most durable earnings foundation.
- 内部研究类型：DURABLE_PROFIT_BASE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The security base can finance AI investment and reduce business volatility, but operational or supplier failure would impair the group's principal stabilizer.
- 不确定性（原始记录）：Customer concentration, contract duration, renewal cohorts and trough margins are undisclosed.

在线打开本发现 →

F003 | 06 | 6.1 | 第一季度杠杆改善真实，但尚不足以正常化

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；06 | 6.1 | 第一季度杠杆改善真实，但尚不足以正常化；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：8.50/17；15 | 15.1 | 来源范围与证据层级

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）

- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2027 Q1 revenue rose 8.5% to ¥1.643 billion and operating profit rose 52.8% to ¥180 million; adjusted evidence indicates meaningful organic growth and utilization-led leverage.
- 内部研究类型：CURRENT_OPERATING_CHANGE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The quarter supports near-term operating progress but does not alone establish post-integration per-share compounding.
- 不确定性（原始记录）：Complete organic segment-profit and cash-flow bridges are unavailable.

在线打开本发现 →

F004 | 02 | 2.2 | 49.69 亿日元 ARR 的主体来自成熟业务

写入正文：02 | 2.2 | 49.69 亿日元 ARR 的主体来自成熟业务；06 | 6.2 | 强安全分部被高额总部成本部分抵消；14 | 14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖：6.05/11

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）

- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Full-Year Financial Results Presentation (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- FY04/2026 Results — Historical Profit and Recurring-Revenue Review (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、28、32；专项深挖：

02、15、16、28、32、33；同业比较：02、03、05、10、15、16、28、30、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Group ARR reached ¥4.969 billion and recurring revenue was 72.2% of Q1 revenue, with most scale coming from Variosecure and established group services rather than HEROZ ASK's approximately ¥230 million ARR.
- 内部研究类型：RECURRING_REVENUE_COMPOSITION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A 72.2% recurring mix supports stability, but investors should not attribute the group's ¥4.969 billion ARR predominantly to the still-small ASK product.
- 不确定性（原始记录）：The aggregate recurring classification combines economically different contracts and does not disclose organic growth or retention by product.

在线打开本发现 →

F005 | 03 | 3.1 | workflow实施能力已有案例，产品化回报仍未验证

写入正文：03 | 3.1 | workflow实施能力已有案例，产品化回报仍未验证；03 | 3.3 | 累计客户数不能替代ASK单位经济；05 | 5.3 | 渠道与安全信誉有价值，留存才是最终证明；11 | 11.4 | 真正的催化剂必须进入留存、利润和现金

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（7项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- HEROZ ASK Launches Box Integration and Credit Plans (https://heroz.co.jp/release/2026/02/04_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ ASK MCP Integration Announcement (https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30
- School TOMAS Generative-AI Training Program (https://heroz.co.jp/release/2026/04/13_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、07、30；专项深挖：05、07、30
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反

向验证：31；专项深挖：

02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ASK integrations, training distribution and workflow products create a plausible organic-growth path through higher customer usage, ARPA and retention, but current unit economics are unverified.
- 内部研究类型：ORGANIC_GROWTH_OPTION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：ASK becomes material only if customer usage and distribution convert into retained, profitable recurring cash flow.
- 不确定性（原始记录）：Paid active cohorts, churn, usage, customer-acquisition cost, cloud cost and fully allocated contribution margin are undisclosed.

在线打开本发现 →

F006 | 04 | 4.2 | 供应商同时是竞争者，通用代理功能正在标准化

写入正文：04 | 4.2 | 供应商同时是竞争者，通用代理功能正在标准化；05 | 5.2 | 功能扩展尚未证明客户切换成本；14 | 14.2 | 竞争优势与结构耐久性：7.00/14

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）

- HEROZ ASK Launches Box Integration and Credit Plans
(https://heroz.co.jp/release/2026/02/04_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持
- Guidelines for Generative-AI Use in HR-Related Services
(<https://heroz.co.jp/guideline/hr/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ ASK MCP Integration Announcement
(https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available
(<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2
(<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ASK does not own its core foundation-model layer; durable differentiation must come from workflow data, governance, security, integration quality, distribution or service outcomes.
- 内部研究类型：MOAT_LIMITATION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Feature growth can fail to create excess returns if generic connectors, retrieval and agents become standard platform capabilities.
- 不确定性（原始记录）：No public cohort-retention or competitive replacement evidence establishes durable ASK switching costs.

在线打开本发现 →

F007 | 03 | 3.1 | workflows实施能力已有案例，产品化回报仍未验证

写入正文：03 | 3.1 | workflows实施能力已有案例，产品化回报仍未验证；05 | 5.1 | 潜在壁垒位于专业 workflows，而非基础模型；12 | 12.1 | 真正可能复利的是流程数据循环，而不是模型所有权；14 | 14.2 | 竞争优势与结构耐久性：7.00/14

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- NZAM Multi-AI-Agent Customer Case Study (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- School TOMAS Generative-AI Training Program (https://heroz.co.jp/release/2026/04/13_press01-4/) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、07、30；专项深挖：05、07、30
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2 (<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：HEROZ's potentially defensible AI advantage lies in access to domain workflows and operational data through customers and acquired service businesses rather than proprietary general-purpose model training.
- 内部研究类型：WORKFLOW_DATA_ADVANTAGE_HYPOTHESIS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A validated workflow-data loop could differentiate HEROZ from generic platforms; failure would leave a labor- and acquisition-heavy services group.

- 不确定性（原始记录）：Public evidence does not show whether workflow data measurably improves product performance, switching friction or contribution margin.

在线打开本发现 →

F008 | 08 | 8.1 | Variosecure 换股扩大控制，也扩大稀释

写入正文：08 | 8.1 | Variosecure 换股扩大控制，也扩大稀释；09 | 9.2 | 估值必须穿透所有权会计和扩大的股本；14 | 14.6 | 资本配置与股东回报：3.00/10；15 | 15.1 | 来源范围与证据层级

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）

- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The Variosecure exchange required approximately 2.559 million new HEROZ shares, increasing the pro-forma share base by about 16.8%; initial EPS uplift is largely an ownership-accounting effect.
- 内部研究类型：OWNERSHIP_TRANSACTION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The transaction increases attributable ownership but raises the return hurdle for existing shareholders.
- 不确定性（原始记录）：Post-exchange diluted shares and post-integration balance-sheet attribution await subsequent disclosure.

在线打开本发现 →

F009 | 01 | 1.1 | 核心问题是每股现金回报，而不是 AI 市场规模

写入正文：01 | 1.1 | 核心问题是每股现金回报，而不是 AI 市场规模；01 | 1.2 | 完全控股带来归属利润，也抬高了回报门槛；08 | 8.1 | Variosecure 换股扩大控制，也扩大稀释；09 | 9.2 | 估值必须穿透所有权会计和扩大的股本；14 | 14.9 | 总分 44.95，评级 C，行动维持观察

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（18 项；重复标签已按来源合并）

- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- 2025 Restricted-Stock Share Issuance (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20250822/Notice_Concerning_Issuance_of_New_Shares_as_a_Remuneration_for_Restricted_Stock.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：25、26；专项深挖：25、26；同业比较：25；其他用途：历史
- 2026 Restricted-Stock Share Issuance Notice (https://heroz.co.jp/custom_links/notice_concerning_issuance_of_new_shares_as_remuneration_for_restricted_stock-4/) | 怎么使用：支持证据；一手验证：25、26；专项深挖：25、26
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsiidiary.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：反证、历史
- Annual Securities Report for FY04/2026 (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：支持证据；反向验证：18、20、22、23、29、33、35；其他用途：反证
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：支持证据

- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- Information Security 10 Major Threats 2026 (<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- DX Trends 2026 (<https://www.ipa.go.jp/digital/chousa/dx-trend/dx-trend-2026.html>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：05、11、12；专项深挖：05、11
- Generative-AI Market Survey Report Version 2.0 (https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2026/apr/260416_generativeai02.pdf) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：08、09、11、35；专项深挖：08、09、11、35；同业比较：11；其他用途：历史
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available (<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35；其他用途：反证
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2 (<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：反证、历史
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026 (https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Per-share organic cash return—not revenue perimeter, headline ARR or elimination of minority interests—is the decisive test of HEROZ's acquisition strategy.
- 内部研究类型：PER_SHARE_VALUE_CREATION_TEST
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Enterprise growth creates shareholder value only if incremental cash earnings exceed acquisition cost, central costs and share-count expansion.
- 不确定性（原始记录）：Business-level cash returns and realized integration synergies are not disclosed.

在线打开本发现 →

F010 | 06 | 6.4 | 流动性提供修复时间，商誉限制资产质量

写入正文：06 | 6.4 | 流动性提供修复时间，商誉限制资产质量；11 | 11.2 | 商誉、失败收购与进一步稀释可能叠加；14 | 14.1 | 财务韧性与下行防御：8.45/13

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）

- Annual Securities Report for FY04/2026
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Approximately ¥1.8 billion of goodwill and material software assets expose shareholders to impairment if acquired operations or product investments miss their plans.
- 内部研究类型：ACQUIRED_ASSET_IMPAIRMENT_EXPOSURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Failure of acquired businesses can reduce book value and reveal that prior capital deployment did not earn adequate returns.
- 不确定性（原始记录）：Final purchase-price allocations and impairment sensitivities for recent transactions are unavailable.

在线打开本发现 →

F011 | 08 | 8.2 | StrategIT 退出证明能纠错，也暴露此前配置失败

写入正文：08 | 8.2 | StrategIT 退出证明能纠错，也暴露此前配置失败；11 | 11.2 | 商誉、失败收购与进一步稀释可能叠加；12 | 12.2 | 会纠错是优点，但不能抹去错误投资的成本；14 | 14.6 | 资本配置与股东回报：3.00/10

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）

- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsidiary.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：历史
- Annual Securities Report for FY04/2026
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsubsidiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16、28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：StrategIT generated continuing losses, suffered software impairment and was sold; the exit repaired the portfolio but remains counter-evidence to consistently successful M&A selection and execution.

- 内部研究类型：HISTORICAL_CAPITAL_ALLOCATION_FAILURE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The history raises the proof standard for management's current acquisition and integration program.
- 不确定性（原始记录）：The cumulative shareholder return on the StrategIT investment is not publicly reconstructed.

在线打开本发现 →

F012 | 08 | 8.2 | StrategIT 退出证明能纠错，也暴露此前配置失败

写入正文：08 | 8.2 | StrategIT 退出证明能纠错，也暴露此前配置失败；09 | 9.2 | 估值必须穿透所有权会计和扩大的股本；14 | 14.6 | 资本配置与股东回报：3.00/10

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsidiary.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：反证、历史
- Annual Securities Report for FY04/2026 (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据

- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：反向验证：16、28；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：HEROZ's investment case depends on disciplined portfolio construction and integration, while realized acquisition ROIC remains unproven.
- 内部研究类型：CAPITAL_ALLOCATION_JUDGMENT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Acquisition discipline determines whether group expansion compounds or leaks ordinary-shareholder value.
- 不确定性（原始记录）：Acquisition consideration, stand-alone cash flows, integration costs and synergies are not consistently disclosed by business.

在线打开本发现 →

F013 | 06 | 6.3 | 营业现金流优于利润，营运资金却在吸收现金

写入正文：06 | 6.3 | 营业现金流优于利润，营运资金却在吸收现金；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：8.50/17

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）

- Correction to FY2026 Consolidated Financial Results (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_of_Partial_Correction_to_FY2026_Financial_Results.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Corrected FY2026 operating cash flow was ¥648 million, exceeding operating profit of ¥523 million after contingent acquisition consideration was properly classified as investing cash flow.
- 内部研究类型：CASH_CONVERSION_EVIDENCE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Corrected FY2026 operating cash flow supports current financial quality, but acquisition payments and working-capital timing still require normalization.

- 不确定性（原始记录）：Normalized organic free cash flow by continuing business is undisclosed.

在线打开本发现 →

F014 | 03 | 3.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束

写入正文：03 | 3.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束；11 | 11.1 | 关键供应链风险集中在最重要的利润底座；14 | 14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖：6.05/11

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）

- Annual Securities Report — Supply and Platform Risks (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available (<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：HEROZ depends on external models and clouds, while Variosecure carries concentrated Taiwanese and UK equipment sourcing plus minimum-purchase exposure.
- 内部研究类型：CRITICAL_SUPPLY_DEPENDENCY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Supply interruption or unfavorable commitments can impair service continuity, absorb cash in inventory and compress margin.
- 不确定性（原始记录）：Supplier concentration percentages, commitment amounts, replacement lead times and inventory aging are not public.

在线打开本发现 →

F015 | 06 | 6.4 | 流动性提供修复时间，商誉限制资产质量

写入正文：06 | 6.4 | 流动性提供修复时间，商誉限制资产质量；09 | 9.3 | 财务生存能力强于估值安全边际；11 | 11.3 | 公司有修复时间，但每股损失未必可逆；14 | 14.1 | 财务韧性与下行防御：8.45/13

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）

- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直

接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；
反向验证：15、17、19、25；专项深挖：

04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：
06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史

- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At April 30, 2026, cash and cash equivalents were ¥3.367 billion versus approximately ¥1.299 billion of long-term borrowings including current maturities.
- 内部研究类型：LIQUIDITY_POSITION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Liquidity lowers immediate financing risk but remains under management control and can be consumed by low-return investment.
- 不确定性（原始记录）：Parent-available cash, restrictions, covenants and subsidiary upstreaming limits after the exchange are unresolved.

在线打开本发现 →

F016 | 06 | 6.3 | 营业现金流优于利润，营运资金却在吸收现金

写入正文：06 | 6.3 | 营业现金流优于利润，营运资金却在吸收现金；11 | 11.3 | 公司有修复时间，但每股损失未必可逆；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：8.50/17

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（1项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2026 receivables, contract assets and inventory increased while contract liabilities declined, indicating that part of growth consumed cash or reduced advance funding.
- 内部研究类型：WORKING_CAPITAL_SIGNAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Working-capital absorption can weaken free cash flow before reported recurring revenue or operating profit deteriorates.
- 不确定性（原始记录）：Receivable aging, contract acceptance, inventory ownership and realizability are unavailable.

在线打开本发现 →

F017 | 06 | 6.2 | 强安全分部被高额总部成本部分抵消

写入正文：06 | 6.2 | 强安全分部被高额总部成本部分抵消；08 | 8.3 | 能力拼图尚未转化为可核验的收购 ROIC；14 | 14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：8.50/17

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Approximately ¥1.103 billion of unallocated corporate costs materially reduced the sum of FY2026 disclosed segment profits.
- 内部研究类型：CONSOLIDATED_COST_DRAG
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：Large central costs can prevent strong segment economics from translating into consolidated margins and acquisition returns.
- 不确定性（原始记录）：Public data do not allocate central costs to businesses or distinguish recurring from integration-related amounts.

在线打开本发现 →

F018 | 04 | 4.1 | 企业 AI 与安全需求真实存在，但行业增长不等于公司回报

写入正文：04 | 4.1 | 企业 AI 与安全需求真实存在，但行业增长不等于公司回报；11 | 11.4 | 真正的催化剂必须进入留存、利润和现金

研究范围：35 项覆盖检查+开放研究

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Information Security 10 Major Threats 2026 (<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- DX Trends 2026 (<https://www.ipa.go.jp/digital/chousa/dx-trend/dx-trend-2026.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：05、11、12；专项深挖：05、11
- AI Guidelines for Business Version 1.2 (https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/ai_shakai_jisso/20260331_report.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：13；专项深挖：13；同业比较：13；其他用途：历史
- Generative-AI Market Survey Report Version 2.0 (https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2026/apr/260416_generativeai02.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、35；专项深挖：08、09、11、35；同业比较：11；其他用途：历史

- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available (<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2 (<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Japanese enterprise AI adoption, governance requirements and cybersecurity threats create durable demand for implementation, training and managed security.
- 内部研究类型：STRUCTURAL_MARKET_DEMAND
- 内部来源标记：COVERAGE35 / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Demand growth provides opportunity but does not prove HEROZ's profitable market capture.
- 不确定性（原始记录）：Headline market estimates are much broader than HEROZ's realistically serviceable markets.

在线打开本发现 →

F019 | 04 | 4.2 | 供应商同时是竞争者，通用代理功能正在标准化

写入正文：04 | 4.2 | 供应商同时是竞争者，通用代理功能正在标准化；05 | 5.2 | 功能扩展尚未证明客户切换成本；14 | 14.2 | 竞争优势与结构耐久性：7.00/14

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）

- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available (<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2 (<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：历史
- Generative-AI Market Survey Report Version 2.0 (https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2026/apr/260416_generativeai02.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、35；专项深挖：08、09、11、35；同业比较：11；其他用途：历史
- HEROZ ASK MCP Integration Announcement (https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：支持证据；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：HEROZ competes against hyperscale platforms, large domestic technology groups, specialist SaaS, internal customer development and continued human workflows.
- 内部研究类型：COMPETITIVE_STRUCTURE
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：Rapid market growth may accrue to platforms or larger integrators rather than HEROZ.
- 不确定性（原始记录）：HEROZ's competitive win rate and serviceable-market share are unavailable.

在线打开本发现 →

F020 | 04 | 4.3 | 监管既创造需求，也提高履约与责任成本

写入正文：04 | 4.3 | 监管既创造需求，也提高履约与责任成本；11 | 11.4 | 真正的催化剂必须进入留存、利润和现金

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）

- Information Security 10 Major Threats 2026
(<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- AI Guidelines for Business Version 1.2
(https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/ai_shakai_jisso/20260331_report.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：13；专项深挖：13；同业比较：13；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：AI and cybersecurity policy simultaneously increases demand for controlled services and HEROZ's compliance, security and accountability burden.
- 内部研究类型：POLICY_ECONOMIC_TRADEOFF
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：Governance capability can support enterprise adoption, while failure or industry-wide compliance cost can offset that benefit.
- 不确定性（原始记录）：Company-specific compliance expense and incident-liability terms are undisclosed.

在线打开本发现 →

F021 | 07 | 创始人控制稳定，但少数股东缺少现金回报约束

写入正文：07 | 创始人控制稳定，但少数股东缺少现金回报约束；08 | 8.4 | 没有分红底线，资本纪律必须由透明回报证明；14 | 14.7 | 治理、所有权与管理层：2.80/7；15 | 15.1 | 来源范围与证据层级

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）

- Annual Securities Report — Ownership and Shareholder Returns
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- 2025 Restricted-Stock Share Issuance
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20250822/Notice_Concerning_Issuance_of_New_Shares_as_a_Remuneration_for_Restricted_Stock.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26；同业比较：25；其他用途：历史
- 2026 Restricted-Stock Share Issuance Notice
(https://heroz.co.jp/custom_links/notice_concerning_issuance_of_new_shares_as_remuneration_for_restricted_stock-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26
- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Founder control remains concentrated despite formal outside-director oversight; HEROZ pays no dividend and has repeatedly issued new shares for acquisitions and restricted-stock compensation.
- 内部研究类型：GOVERNANCE_DEPENDENCY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Minority shareholders depend heavily on founder-led capital allocation because they lack a cash-return floor and face recurring issuance.
- 不确定性（原始记录）：Practical board challenge, post-exchange founder percentages and internal acquisition hurdles are not observable.

在线打开本发现 →

F022 | 06 | 6.1 | 第一季度杠杆改善真实，但尚不足以正常化

写入正文：06 | 6.1 | 第一季度杠杆改善真实，但尚不足以正常化；09 | 9.1 | 历史跌幅巨大，当前估值却仍包含执行预期；13 | 13.2 | 业务级有机自由现金流决定盈利质量；14 | 14.5 | 估值与安全边际：5.25/15

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transf

- er_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsiary.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：历史
- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：直接证据；反向验证：16、28
 - FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
 - FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
 - FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
 - FY04/2026 Results — Historical Profit and Recurring-Revenue Review (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、28、32；专项深挖：02、15、16、28、32、33；同业比较：02、03、05、10、15、16、28、30、32、33、35；其他用途：历史
 - Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
 - Annual Securities Report for FY04/2026 (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：支持证据；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
 - Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：支持证据
 - Management Integration of HEROZ and Variosecur — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecur_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2027 guidance of ¥6.8 billion revenue and ¥800 million operating profit indicates improvement, but post-integration normalized earnings power is not established.
- 内部研究类型：NORMALIZED_EARNINGS_UNCERTAINTY

- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Without a comparable normalized denominator, valuation and acquisition-return conclusions remain conditional.
- 不确定性（原始记录）：Sustainable AIX margin, ASK contribution, post-integration corporate costs and diluted per-share cash flow cannot be calculated defensibly.

在线打开本发现 →

F023 | 09 | 9.1 | 历史跌幅巨大，当前估值却仍包含执行预期

写入正文：09 | 9.1 | 历史跌幅巨大，当前估值却仍包含执行预期；14 | 14.5 | 估值与安全边际：5.25/15

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）

- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 如何使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026 (https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 如何使用：直接证据；反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：历史
- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 如何使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At the September 11 close of ¥757, displayed valuation was approximately 38.37 times earnings and 2.31 times book, implying that the collapsed historical price still embeds meaningful growth expectations.
- 内部研究类型：VALUATION_EXPECTATION_BOUNDARY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A price near post-listing lows is not equivalent to valuation safety when displayed earnings multiples still require growth and execution.
- 不确定性（原始记录）：Reliable consensus, post-exchange diluted EPS and normalized free cash flow were unavailable.

在线打开本发现 →

F024 | 10 | 10.1 | 长期崩塌后的低位稳定，而非已经反转

写入正文：10 | 10.1 | 长期崩塌后的低位稳定，而非已经反转；14 | 14.8 | Kabugami 技术结构：3.90/13；15 | 15.2 | 价格截止与技术资料限制

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026 (https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：历史
- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：HEROZ's adjusted share price declined from annual highs above ¥10,000 in 2018-2019 to a 2026 low of ¥690 and a September 11, 2026 close of ¥757.
- 内部研究类型：MARKET_HISTORY_FACT
- 内部来源标记：TECHNICAL / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：The extreme collapse and persistence near lows show that historical premium destruction has not itself created confirmed technical support.
- 不确定性（原始记录）：No complete locally normalized OHLCV dataset or Owner monthly chart was provided.

在线打开本发现 →

F025 | 01 | 1.1 | 核心问题是每股现金回报，而不是 AI 市场规模

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.1 | 核心问题是每股现金回报，而不是 AI 市场规模；01 | 1.3 | 经营改善尚未获得价格系统确认；14 | 14.9 | 总分 44.95，评级 C，行动维持观察；15 | 15.4 | Compliance 与非投资建议声明

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（19 项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsiary.pdf) | 怎么使用：直接证据；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：反证、历史
- Annual Securities Report for FY04/2026 (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35；其他用途：反证

- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- Information Security 10 Major Threats 2026 (<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available (<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35；其他用途：反证
- DX Trends 2026 (<https://www.ipa.go.jp/digital/chousa/dx-trend/dx-trend-2026.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：05、11、12；专项深挖：05、11
- Generative-AI Market Survey Report Version 2.0 (https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2026/apr/260416_generativeai02.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、35；专项深挖：08、09、11、35；同业比较：11；其他用途：历史
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026 (https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：反证、历史
- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-

Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：反向验证：16、28；其他用途：反证

- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2
(<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：HEROZ has credible recurring-security demand and a potentially useful workflow-and-security platform, but the investment case remains conditional on proving product retention, acquisition ROIC and organic cash returns per share.
- 内部研究类型：CONDITIONAL_INVESTMENT_THESIS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Upside requires measurable organic cash compounding; absent that proof, shareholders remain exposed to goodwill, dilution, competition and weak price acceptance.
- 不确定性（原始记录）：ASK retention, organic FCF by business, realized acquisition ROIC and normalized post-integration per-share earnings remain unresolved.

在线打开本发现 →

F026 | 09 | 9.3 | 财务生存能力强于估值安全边际

写入正文：09 | 9.3 | 财务生存能力强于估值安全边际；11 | 11.5 | 价格能否保留好消息，是预期修复的第二条件；15 | 15.4 | Compliance 与非投资建议声明

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report for FY04/2026
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026
(https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：历史

- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35
- Annual Securities Report — Supply and Platform Risks (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Annual Securities Report — Ownership and Shareholder Returns (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Recurring security cash flow, portfolio pruning and liquidity provide repair capacity, but security failure, persistent ASK monetization weakness, goodwill impairment and further dilution could overwhelm that capacity.
- 内部研究类型：DOWNSIDE_AND_SELF_REPAIR_BOUNDARY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Financial survival appears stronger than valuation protection; shareholders can suffer durable per-share loss without near-term insolvency.
- 不确定性（原始记录）：Simultaneous ASK weakness, security disruption, impairment and financing responses cannot be quantified.

在线打开本发现 →

F027 | 06 | 6.5 | 业务级现金回报与换股后资产负债表仍是关键空白

写入正文：06 | 6.5 | 业务级现金回报与换股后资产负债表仍是关键空白；09 | 9.4 | 安全边际需要更可靠的盈利分母或更低价格；13 | 13.2 | 业务级有机自由现金流决定盈利质量；15 | 15.3 | 不可由公开资料解决的核心未知数

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（10项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反

向验证：31；专项深挖：

02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

- FY04/2026 Results — Historical Profit and Recurring-Revenue Review
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、28、32；专项深挖：02、15、16、28、32、33；同业比较：02、03、05、10、15、16、28、30、32、33、35；其他用途：历史
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsidiary.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：历史
- Annual Securities Report for FY04/2026
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：支持证据；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt: determine organic revenue, gross profit, operating profit and free cash flow for each continuing business after removing perimeter and accounting effects.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT_CLUSTER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：Opposite answers could materially change normalized earnings, valuation and the central thesis.
- 不确定性（原始记录）：No reasonable current public path resolves business-level organic profit and free cash flow.

在线打开本发现 →

F028 | 03 | 3.3 | 累计客户数不能替代 ASK 单位经济

写入正文：03 | 3.3 | 累计客户数不能替代 ASK 单位经济；05 | 5.3 | 渠道与安全信誉有价值，留存才是最终证明；13 | 13.1 | ASK 留存与培训转化是最高价值证据；15 | 15.3 | 不可由公开资料解决的核心未知数

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）

- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ ASK Launches Box Integration and Credit Plans (https://heroz.co.jp/release/2026/02/04_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持
- Guidelines for Generative-AI Use in HR-Related Services (<https://heroz.co.jp/guideline/hr/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ ASK MCP Integration Announcement (https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available (<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt: establish ASK paid activity, cohort retention, usage, acquisition cost, model/cloud cost and fully allocated contribution margin.
- 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）：The answer determines whether ASK is a scalable product or a costly feature-and-service bundle.
- 不确定性（原始记录）：Required cohort and cost data are not publicly disclosed.

在线打开本发现 →

F029 | 08 | 8.4 | 没有分红底线，资本纪律必须由透明回报证明

写入正文：08 | 8.4 | 没有分红底线，资本纪律必须由透明回报证明；09 | 9.4 | 安全边际需要更可靠的盈利分母或更低价格；13 | 13.3 | 收购 ROIC 和换股后资产负债表不能继续缺席；15 | 15.3 | 不可由公开资料解决的核心未知数

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transf

er_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsiary.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：历史

- Annual Securities Report for FY04/2026
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：16、28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt: separate measurable HEROZ-Variosecure synergy from ownership accounting, reconstruct acquisition ROIC and payback, and obtain final purchase-price and impairment sensitivities.
- 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）：The answer could validate or falsify acquisition-led value creation.
- 不确定性（原始记录）：Management does not consistently disclose transaction-level realized cash returns or hurdle rates.

在线打开本发现 →

F030 | 03 | 3.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束

写入正文：03 | 3.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束；06 | 6.5 | 业务级现金回报与换股后资产负债表仍是关键空白；11 | 11.1 | 关键供应链风险集中在最重要的利润底座；13 | 13.4 | 利用率、集中度和采购承诺决定经营杠杆耐久性

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）

- Annual Securities Report — Supply and Platform Risks (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- School TOMAS Generative-AI Training Program (https://heroz.co.jp/release/2026/04/13_press01-4/) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、07、30；专项深挖：05、07、30
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt: test whether BtoB utilization is durable and quantify customer, channel, contractor and critical-supplier exposure under downside conditions.
- 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）：Concentration or delivery bottlenecks could reverse operating leverage and weaken recurring cash flow.
- 不确定性（原始记录）：Customer, channel, supplier and staffing concentrations are not quantified publicly.

在线打开本发现 →

F031 | 03 | 3.2 | 培训与 BPO 可能成为获客入口，但漏斗尚未闭环

写入正文：03 | 3.2 | 培训与 BPO 可能成为获客入口，但漏斗尚未闭环；09 | 9.4 | 安全边际需要更可靠的盈利分母或更低价格；13 | 13.1 | ASK 留存与培训转化是最高价值证据

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反

向验证：31；专项深挖：

02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

- HEROZ ASK MCP Integration Announcement
(https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30
- School TOMAS Generative-AI Training Program
(https://heroz.co.jp/release/2026/04/13_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、07、30；专项深挖：05、07、30
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026
(https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：历史
- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review
(<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt: measure Extra funnel conversion into ASK and identify the organic growth, margin and capital-return assumptions embedded in the post-Q1 valuation.
- 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）：The evidence would show whether distribution optionality and current valuation expectations are economically justified.
- 不确定性（原始记录）：Conversion cohorts and independent consensus assumptions are unavailable.

在线打开本发现 →

F032 | 06 | 6.5 | 业务级现金回报与换股后资产负债表仍是关键空白

写入正文：06 | 6.5 | 业务级现金回报与换股后资产负债表仍是关键空白；08 | 8.4 | 没有分红底线，资本纪律必须由透明回报证明；09 | 9.4 | 安全边际需要更可靠的盈利分母或更低价格；13 | 13.3 | 收购 ROIC 和换股后资产负债表不能继续缺席；15 | 15.3 | 不可由公开资料解决的核心未知数

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）

- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecur — Transaction and Governance Review

(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35

- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt: obtain the post-Variosecure-exchange balance sheet and economically available parent cash, diluted shares, debt, goodwill and minority interests.
- 内部研究类型：RESEARCH_DEBT_CLUSTER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：The evidence will refine solvency, dilution, asset quality and per-share valuation.
- 不确定性（原始记录）：The relevant post-exchange reporting period was not available by the cutoff.

在线打开本发现 →

F033 | 10 | 10.5 | 确认条件是更高区间经受回抽，失效条件是再创新低

写入正文：10 | 10.5 | 确认条件是更高区间经受回抽，失效条件是再创新低；13 | 13.5 | 下一次价格检验是好消息能否留下更高区间；15 | 15.2 | 价格截止与技术资料限制

证据来源（4项；重复标签已按来源合并）

- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35
- HEROZ 2026 Daily Price History — April Event Window (<https://96ut.com/stock/jikei.php?code=4382&year=2026>) | 怎么使用：支持证据；反向验证：30；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- HEROZ 2026 Daily Price History — June Earnings Window (<https://finance.stockweather.co.jp/contents/stockdetail.aspx?cntcode=JP&exctype=000&skubun=1&stkcode=4382>) | 怎么使用：支持证据；反向验证：30；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

- HEROZ Daily Price History — September 2025 Results Window
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=&code=4382&kikan=200>)
| 怎么使用：支持证据；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：31、34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Next-Review evidence: determine whether post-Q1 trading retains a higher price region or is reabsorbed into the prior low-price region.
- 内部研究类型：FUTURE_POINT_IN_TIME_EVIDENCE
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：The subsequent response can strengthen or weaken the event-failed timing judgment but is not admissible as same-date evidence here.
- 不确定性（原始记录）：The first regular trading session after the after-close Q1 release occurred after the Technical observation cutoff.

在线打开本发现 →

F034 | 02 | 2.2 | 49.69 亿日元 ARR 的主体来自成熟业务

写入正文：02 | 2.2 | 49.69 亿日元 ARR 的主体来自成熟业务；06 | 6.2 | 强安全分部被高额总部成本部分抵消；08 | 8.1 | Variosecure 换股扩大控制，也扩大稀释

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接证据
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接证据
- Annual Securities Report — Ownership and Shareholder Returns
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- FY04/2026 Annual Securities Report — Group Perimeter and History
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、33；专项深挖：01、33；同业比较：01、03、04、07、09、23、33；其他用途：历史
- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35

- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Wholly owned Variosecur supplies HEROZ's strongest disclosed recurring-security profit base, while the ownership change must be distinguished from operating improvement.
- 内部研究类型：OWNS_AND_DEPENDS_ON_OPERATING_BASE
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F035 | 02 | 2.3 | 安全业务提供底座，流程资产承担增长试验

写入正文：02 | 2.3 | 安全业务提供底座，流程资产承担增长试验；03 | 3.2 | 培训与 BPO 可能成为获客入口，但漏斗尚未闭环；08 | 8.3 | 能力拼图尚未转化为可核验的收购 ROIC

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）

- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- NZAM Multi-AI-Agent Customer Case Study (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：支持证据
- FY04/2026 Annual Securities Report — Group Perimeter and History (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：01、33；专项深挖：01、33；同业比较：01、03、04、07、09、23、33；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecur — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecur_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The 70%-owned AKM operation adds back-office workflows and professional execution capability, but its small stand-alone earnings make automation and cross-selling necessary for value creation.
- 内部研究类型：ACQUIRED_WORKFLOW_CAPABILITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F036 | 03 | 3.2 | 培训与 BPO 可能成为获客入口，但漏斗尚未闭环

写入正文：03 | 3.2 | 培训与 BPO 可能成为获客入口，但漏斗尚未闭环；05 | 5.3 | 渠道与安全信誉有价值，留存才是最终证明；13 | 13.1 | ASK 留存与培训转化是最高价值证据

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接证据
- HEROZ ASK MCP Integration Announcement (https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30
- School TOMAS Generative-AI Training Program (https://heroz.co.jp/release/2026/04/13_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、07、30；专项深挖：05、07、30
- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- HEROZ ASK Launches Box Integration and Credit Plans (https://heroz.co.jp/release/2026/02/04_press01-4/) | 怎么使用：支持证据
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Extra's training content, OEM base and agency network may lower customer-acquisition friction for HEROZ ASK, but subscription conversion economics remain unproven.
- 内部研究类型：POTENTIAL_CUSTOMER_FUNNEL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F037 | 08 | 8.2 | StrategIT 退出证明能纠错，也暴露此前配置失败

写入正文：08 | 8.2 | StrategIT 退出证明能纠错，也暴露此前配置失败；11 | 11.2 | 商誉、失败收购与进一步稀释可能叠加；12 | 12.2 | 会纠错是优点，但不能抹去错误投资的成本

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsidiary.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：反证、历史
- Annual Securities Report for FY04/2026 (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsidiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16、28；其他用途：反证
- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：StrategIT's losses, software impairment and disposal contradict an unqualified record of successful acquisition selection and integration, even though the exit removed a continuing drag.
- 内部研究类型：CONTRADICTS_CONSISTENT_MA_SUCCESS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F038 | 08 | 8.2 | StrategIT 退出证明能纠错，也暴露此前配置失败

写入正文：08 | 8.2 | StrategIT 退出证明能纠错，也暴露此前配置失败；11 | 11.2 | 商誉、失败收购与进一步稀释可能叠加

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsiary.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：历史
- Annual Securities Report for FY04/2026
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：支持证据；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：支持证据；反向验证：16、28

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The sale to GMO GlobalSign Holdings enabled HEROZ to exit StrategIT and recognize a disposal gain, demonstrating portfolio repair but not recovery of the original acquisition return.
- 内部研究类型：DIVESTED_TO_EXTERNAL_BUYER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F039 | 04 | 4.2 | 供应商同时是竞争者，通用代理功能正在标准化

写入正文：04 | 4.2 | 供应商同时是竞争者，通用代理功能正在标准化；05 | 5.2 | 功能扩展尚未证明客户切换成本

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）

- HEROZ ASK Launches Box Integration and Credit Plans
(https://heroz.co.jp/release/2026/02/04_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持
- Guidelines for Generative-AI Use in HR-Related Services
(<https://heroz.co.jp/guideline/hr/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available
(<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35
- HEROZ ASK MCP Integration Announcement
(https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：支持证据；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：HEROZ ASK relies on Microsoft Azure and external foundation models while Microsoft also offers competing enterprise-agent capabilities, concentrating differentiation at the workflow, governance, security and service layers.
- 内部研究类型：DEPENDS_ON_AND_COMPETES_WITH_PLATFORM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F040 | 03 | 3.1 | workflows实施能力已有案例，产品化回报仍未验证

写入正文：03 | 3.1 | workflows实施能力已有案例，产品化回报仍未验证；05 | 5.1 | 潜在壁垒位于专业工作流，而非基础模型；12 | 12.1 | 真正可能复利的是流程数据循环，而不是模型所有权

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）

- NZAM Multi-AI-Agent Customer Case Study (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The NZAM deployment supports HEROZ's ability to automate complex professional analysis across more than 1,000 investee companies, without establishing project profitability or repeatability.
- 内部研究类型：CUSTOMER_DEPLOYMENT_SUPPORTS_CAPABILITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F041 | 03 | 3.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束

写入正文：03 | 3.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束；11 | 11.1 | 关键供应链风险集中在最重要的利润底座

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）

- Annual Securities Report — Supply and Platform Risks (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Variosecure depends on two Taiwanese VSR manufacturers, linking recurring-security operations to geopolitical, inventory and service-continuity exposure.
- 内部研究类型：DEPENDS_ON_CONCENTRATED_MANUFACTURERS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F042 | 03 | 3.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束

写入正文：03 | 3.4 | 安全收入稳定，但设备采购形成隐蔽约束；06 | 6.5 | 业务级现金回报与换股后资产负债表仍是关键空白；11 | 11.1 | 关键供应链风险集中在最重要的利润底座

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）

- Annual Securities Report — Supply and Platform Risks (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A single UK VCR supplier and minimum-purchase provisions can transmit demand weakness or disruption into inventory, margin and continuity risk.
- 内部研究类型：DEPENDS_ON_SINGLE_EQUIPMENT_SUPPLIER
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F043 | 04 | 4.2 | 供应商同时是竞争者，通用代理功能正在标准化

写入正文：04 | 4.2 | 供应商同时是竞争者，通用代理功能正在标准化；05 | 5.2 | 功能扩展尚未证明客户切换成本

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）

- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2
(<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：历史
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available
(<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35
- Generative-AI Market Survey Report Version 2.0
(https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2026/apr/260416_generativeai02.pdf) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：08、09、11、35；专项深挖：08、09、11、35；同业比较：11；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：NTT's domain-specific model work validates the importance of specialized workflows while showing that much larger domestic groups pursue the same differentiation path.
- 内部研究类型：VALIDATED_BUT_CONTESTED_BY_LARGE_COMPETITOR
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F044 | 03 | 3.2 | 培训与 BPO 可能成为获客入口，但漏斗尚未闭环

写入正文：03 | 3.2 | 培训与 BPO 可能成为获客入口，但漏斗尚未闭环；05 | 5.3 | 渠道与安全信誉有价值，留存才是最终证明；13 | 13.1 | ASK 留存与培训转化是最高价值证据

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）

- School TOMAS Generative-AI Training Program
(https://heroz.co.jp/release/2026/04/13_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、07、30；专项深挖：05、07、30
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- HEROZ ASK MCP Integration Announcement
(https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：支持证据；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review
(<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The School TOMAS program supports HEROZ's ability to deliver structured adoption training, but no evidence yet links that engagement to retained ASK subscriptions.
- 内部研究类型：CUSTOMER_PROGRAM_SUPPORTS_ADOPTION_CAPABILITY
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F045 | 04 | 4.1 | 企业 AI 与安全需求真实存在，但行业增长不等于公司回报

写入正文：04 | 4.1 | 企业 AI 与安全需求真实存在，但行业增长不等于公司回报；11 | 11.4 | 真正的催化剂必须进入留存、利润和现金

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）

- Information Security 10 Major Threats 2026 (<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- DX Trends 2026 (<https://www.ipa.go.jp/digital/chousa/dx-trend/dx-trend-2026.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：05、11、12；专项深挖：05、11

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：IPA's threat and adoption evidence supports persistent cybersecurity and AI-governance demand while increasing the consequences of service or security failure.
- 内部研究类型：POLICY_AUTHORITY_SUPPORTS_STRUCTURAL_DEMAND
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F046 | 04 | 4.3 | 监管既创造需求，也提高履约与责任成本

写入正文：04 | 4.3 | 监管既创造需求，也提高履约与责任成本；11 | 11.4 | 真正的催化剂必须进入留存、利润和现金

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）

- AI Guidelines for Business Version 1.2 (https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/ai_shakai_jisso/20260331_report.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：13；专项深挖：13；同业比较：13；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：METI's AI guidelines can increase demand for controlled enterprise AI while raising HEROZ's documentation, monitoring, accountability and service obligations.
- 内部研究类型：POLICY_CREATES_DEMAND_AND_COST
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F047 | 01 | 1.2 | 完全控股带来归属利润，也抬高了回报门槛

写入正文：01 | 1.2 | 完全控股带来归属利润，也抬高了回报门槛；08 | 8.1 | Variosecure 换股扩大控制，也扩大稀释；09 | 9.2 | 估值必须穿透所有权会计和扩大的股本

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）

- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Full ownership removes Variosecure non-controlling interests and raises attributable earnings, but the approximately 16.8% larger pro-forma share base makes synergy and per-share cash growth the economic test.
- 内部研究类型：ACCOUNTING_UPLIFT_REQUIRES_OPERATING_VALIDATION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F048 | 06 | 6.4 | 流动性提供修复时间，商誉限制资产质量

写入正文：06 | 6.4 | 流动性提供修复时间，商誉限制资产质量；09 | 9.3 | 财务生存能力强于估值安全边际；11 | 11.3 | 公司有修复时间，但每股损失未必可逆

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）

- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反

向验证：31；专项深挖：

02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Net liquidity supplies time to integrate, prune or withstand weakness, but goodwill, software assets, acquisition discretion and zero distributions limit ordinary-shareholder downside protection.
- 内部研究类型：PROVIDES_REPAIR_TIME_BUT_NOT_FULL_MARGIN_OF_SAFETY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F049 | 06 | 6.3 | 营业现金流优于利润，营运资金却在吸收现金

写入正文：06 | 6.3 | 营业现金流优于利润，营运资金却在吸收现金

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（1项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Higher receivables, contract assets and inventory alongside lower contract liabilities qualify any claim that recurring and project growth is uniformly advance-funded or immediately cash generative.
- 内部研究类型：QUALIFIES_RECURRING_REVENUE_CASH_QUALITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F050 | 06 | 6.1 | 第一季度杠杆改善真实，但尚不足以正常化

写入正文：06 | 6.1 | 第一季度杠杆改善真实，但尚不足以正常化；09 | 9.4 | 安全边际需要更可靠的盈利分母或更低价格

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）

- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/>)

20260911/20260911535155.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：

02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：

02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

- FY04/2026 Results — Historical Profit and Recurring-Revenue Review (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、28、32；专项深挖：02、15、16、28、32、33；同业比较：02、03、05、10、15、16、28、30、32、33、35；其他用途：历史
- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2027 Q1 operating leverage is credible, but contractor use, prior AIX weakness, large central costs and the absence of product-level margins prevent treating the quarter as established normalized earnings.
- 内部研究类型：IMPROVEMENT_REMAINS_CONDITIONAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F051 | 01 | 1.3 | 经营改善尚未获得价格系统确认

写入正文：01 | 1.3 | 经营改善尚未获得价格系统确认；10 | 10.4 | 好消息保留弱，负面位移更持久；11 | 11.5 | 价格能否保留好消息，是预期修复的第二条件

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（15 项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026 (https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：反证、历史
- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35
- HEROZ 2026 Daily Price History — April Event Window (<https://96ut.com/stock/jikei.php?code=4382&year=2026>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：30；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史
- HEROZ 2026 Daily Price History — June Earnings Window (<https://finance.stockweather.co.jp/contents/stockdetail.aspx?>

cntcode=JP&exctype=000&skubun=1&stkcode=4382) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：30；专项深挖：34；同业比较：34；其他用途：历史

- HEROZ Daily Price History — September 2025 Results Window
(<https://www.kabutore.biz/genzaikabuka/genzai.php?chart=&code=4382&kikan=200>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：30、35；专项深挖：34；同业比较：31、34；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review
(<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- Information Security 10 Major Threats 2026
(<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- DX Trends 2026 (<https://www.ipa.go.jp/digital/chousa/dx-trend/dx-trend-2026.html>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：05、11、12；专项深挖：05、11
- Generative-AI Market Survey Report Version 2.0
(https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2026/apr/260416_generativeai02.pdf) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：08、09、11、35；专项深挖：08、09、11、35；同业比较：11；其他用途：历史
- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsiary.pdf) | 怎么使用：反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：反证、历史
- Annual Securities Report for FY04/2026
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：反向验证：18、20、22、23、29、33、35；其他用途：反证
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available
(<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35；其他用途：反证
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2
(<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The protected Technical truth and the fundamental record jointly indicate that improving reported operations and integration announcements have not yet produced durable price acceptance; the thesis therefore requires both organic per-share evidence and subsequent price retention.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_EVENT_FAILED_QUALIFICATION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F052 | 10 | 10.1 | 长期崩塌后的低位稳定，而非已经反转

写入正文：10 | 10.1 | 长期崩塌后的低位稳定，而非已经反转；10 | 10.2 | 波动收窄与价格重心下移同时存在；10 | 10.3 | 反弹多次被旧低价区域重新吸收；10 | 10.4 | 好消息保留弱，负面位移更持久；10 | 10.5 | 确认条件是更高区间经受回抽，失效条件是再创新低；14 | 14.8 | Kabugami 技术结构：3.90/13；15 | 15.2 | 价格截止与技术资料限制

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 HEROZ Technical Synthesis
- 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 →

F053 | 02 | 2.1 | 从 AI 开发商变成收购搭建的服务与安全集团

写入正文：02 | 2.1 | 从 AI 开发商变成收购搭建的服务与安全集团；02 | 2.3 | 安全业务提供底座，流程资产承担增长试验；05 | 5.3 | 渠道与安全信誉有价值，留存才是最终证明；06 | 6.4 | 流动性提供修复时间，商誉限制资产质量；11 | 11.3 | 公司有修复时间，但每股损失未必可逆

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（32 项；重复标签已按来源合并）

- Tokyo Stock Exchange Listed Company Search — 4382 (<https://www2.jpx.co.jp/tseHpFront/StockSearch.do?callJorEFlg=1&method=topsearch&topSearchStr=4382>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01
- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Full-Year Financial Results Presentation (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Group Perimeter and History (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、33；专项深挖：01、33；同业比较：01、03、04、07、09、23、33；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecur — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecur_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- HEROZ Stock Information (<https://heroz.co.jp/ir/stock/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01

- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- Information Security 10 Major Threats 2026 (<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- FY04/2026 Results — Historical Profit and Recurring-Revenue Review (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、28、32；专项深挖：02、15、16、28、32、33；同业比较：02、03、05、10、15、16、28、30、32、33、35；其他用途：历史
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ ASK Launches Box Integration and Credit Plans (https://heroz.co.jp/release/2026/02/04_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ ASK MCP Integration Announcement (https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30
- School TOMAS Generative-AI Training Program (https://heroz.co.jp/release/2026/04/13_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、07、30；专项深挖：05、07、30
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- NZAM Multi-AI-Agent Customer Case Study (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2 (<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：历史

- Guidelines for Generative-AI Use in HR-Related Services
(<https://heroz.co.jp/guideline/hr/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available
(<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35
- Annual Securities Report — Supply and Platform Risks (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- Correction to FY2026 Consolidated Financial Results
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_of_Partial_Correction_to_FY2026_Financial_Results.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32
- Annual Securities Report — Ownership and Shareholder Returns
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2025 Restricted-Stock Share Issuance
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20250822/Notice_Concerning_Issuance_of_New_Shares_as_a_Remuneration_for_Restricted_Stock.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26；同业比较：25；其他用途：历史
- 2026 Restricted-Stock Share Issuance Notice
(https://heroz.co.jp/custom_links/notice_concerning_issuance_of_new_shares_as_remuneration_for_restricted_stock-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26
- Annual Securities Report for FY04/2026
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026
(https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：历史
- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable Business Portrait: recurring-security foundation with acquisition-dependent AI optionality | HEROZ's durable foundation is recurring managed security and established services, while its prospective growth architecture depends on turning

acquired workflows, training and BPO into retained, profitable AI use. Liquidity and portfolio pruning provide repair capacity, but external technology dependence, supply concentration, goodwill, dilution and founder-controlled allocation constrain durability.

- 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）：The business has time and a recurring base to attempt integration, but durable ordinary-shareholder value requires organic returns to exceed integration cost, goodwill risk and dilution.
- 不确定性（原始记录）：The long-run durability of ASK, acquisition integration and business-level cash returns remains unresolved.

在线打开本发现 →

F054 | 03 | 3.1 | workflow实施能力已有案例，产品化回报仍未验证

写入正文：03 | 3.1 | workflow实施能力已有案例，产品化回报仍未验证；05 | 5.1 | 潜在壁垒位于专业工作流，而非基础模型；12 | 12.1 | 真正可能复利的是流程数据循环，而不是模型所有权

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（35项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Full-Year Financial Results Presentation (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- Information Security 10 Major Threats 2026 (<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ ASK Launches Box Integration and Credit Plans (https://heroz.co.jp/release/2026/02/04_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ ASK MCP Integration Announcement (https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30

- School TOMAS Generative-AI Training Program
(https://heroz.co.jp/release/2026/04/13_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、07、30；专项深挖：05、07、30
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review
(<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- NZAM Multi-AI-Agent Customer Case Study (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2
(<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：历史
- Guidelines for Generative-AI Use in HR-Related Services
(<https://heroz.co.jp/guideline/hr/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available
(<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35
- DX Trends 2026 (<https://www.ipa.go.jp/digital/chousa/dx-trend/dx-trend-2026.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：05、11、12；专项深挖：05、11
- AI Guidelines for Business Version 1.2
(https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/ai_shakai_jisso/20260331_report.html) | 怎么使用：直接证据；一手验证：13；专项深挖：13；同业比较：13；其他用途：历史
- Generative-AI Market Survey Report Version 2.0
(https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2026/apr/260416_generativeai02.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、35；专项深挖：08、09、11、35；同业比较：11；其他用途：历史
- FY04/2026 Annual Securities Report — Group Perimeter and History
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、33；专项深挖：01、33；同业比较：01、03、04、07、09、23、33；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecur — Transaction and Governance Review
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecur_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- Tokyo Stock Exchange Listed Company Search — 4382
(<https://www2.jpx.co.jp/tseHpFront/StockSearch.do?>

callJorEFlg=1&method=topsearch&topSearchStr=4382) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01

- HEROZ Stock Information (<https://heroz.co.jp/ir/stock/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01
- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Results — Historical Profit and Recurring-Revenue Review (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、28、32；专项深挖：02、15、16、28、32、33；同业比较：02、03、05、10、15、16、28、30、32、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report — Supply and Platform Risks (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- Correction to FY2026 Consolidated Financial Results (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_of_Partial_Correction_to_FY2026_Financial_Results.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32
- Annual Securities Report — Ownership and Shareholder Returns (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- 2025 Restricted-Stock Share Issuance (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20250822/Notice_Concerning_Issuance_of_New_Shares_as_Remuneration_for_Restricted_Stock.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26；同业比较：25；其他用途：历史
- 2026 Restricted-Stock Share Issuance Notice (https://heroz.co.jp/custom_links/notice_concerning_issuance_of_new_shares_as_remuneration_for_restricted_stock-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26
- Annual Securities Report for FY04/2026 (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026 (https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：历史
- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Potential workflow-data compounding loop versus platform commoditization | Recurring security and acquired customer access may fund and distribute ASK, while training, deployment and BPO can generate workflow data that improves service outcomes. The loop fails if generic platform capability, cloud costs or weak customer retention absorb the value.
- 内部研究类型：COMPETING_VALUE_CAPTURE_LOOP
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A proven loop could create organic recurring growth and operating leverage; an unproven loop does not justify capitalizing market growth as moat.
- 不确定性（原始记录）：Retention, contribution margins and training-to-subscription conversion are undisclosed.

在线打开本发现 →

F055 | 08 | 8.3 | 能力拼图尚未转化为可核验的收购 ROIC

写入正文：08 | 8.3 | 能力拼图尚未转化为可核验的收购 ROIC；09 | 9.2 | 估值必须穿透所有权会计和扩大的股本；11 | 11.2 | 商誉、失败收购与进一步稀释可能叠加；14 | 14.6 | 资本配置与股东回报：3.00/10

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（23 项；重复标签已按来源合并）

- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反

向验证：31；专项深挖：

02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35

- 2025 Restricted-Stock Share Issuance
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20250822/Notice_Concerning_Issuance_of_New_Shares_as_Remuneration_for_Restricted_Stock.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26；同业比较：25；其他用途：历史
- 2026 Restricted-Stock Share Issuance Notice
(https://heroz.co.jp/custom_links/notice_concerning_issuance_of_new_shares_as_remuneration_for_restricted_stock-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsidiary.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：反证、历史
- Annual Securities Report for FY04/2026
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35；其他用途：反证
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review
(<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- Information Security 10 Major Threats 2026
(<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- DX Trends 2026 (<https://www.ipa.go.jp/digital/chousa/dx-trend/dx-trend-2026.html>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：05、11、12；专项深挖：05、11
- Generative-AI Market Survey Report Version 2.0
(https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2026/apr/260416_generativeai02.pdf) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：08、09、11、35；专项深挖：08、09、11、35；同业比较：11；其他用途：历史
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available
(<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35；其他用途：反证
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2
(<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：反证、历史
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026
(https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：反向验证：

27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：反证、历史

- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16、28；其他用途：反证
- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report — Ownership and Shareholder Returns (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Acquisition-led scale versus per-share value leakage | Acquisitions rapidly expand scale, recurring revenue and workflow access, but equity issuance, goodwill, corporate overhead and failed investments create leakage. Variosecure's ownership-accounting uplift cannot substitute for operating synergy, and StrategIT raises the proof standard.
- 内部研究类型：VALUE_CREATION_VERSUS_LEAKAGE_SYSTEM
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The acquisition strategy is value-creating only when operating cash returns exceed the enlarged capital base and cost of capital after central costs.
- 不确定性（原始记录）：Transaction-level invested capital, NOPAT, integration expense and realized synergy are not consistently disclosed.

在线打开本发现 →

F056 | 06 | 6.3 | 营业现金流优于利润，营运资金却在吸收现金

写入正文：06 | 6.3 | 营业现金流优于利润，营运资金却在吸收现金；09 | 9.4 | 安全边际需要更可靠的盈利分母或更低价格

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持

- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsiary.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：历史
- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：直接证据；反向验证：16、28
- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- FY04/2026 Results — Historical Profit and Recurring-Revenue Review (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、28、32；专项深挖：02、15、16、28、32、33；同业比较：02、03、05、10、15、16、28、30、32、33、35；其他用途：历史
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：支持证据
- Annual Securities Report for FY04/2026 (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：支持证据；反向验证：18、20、22、23、29、33、35
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Management Integration of HEROZ and Variosecur — Transaction and Governance Review (https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecur_Inc.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- Correction to FY2026 Consolidated Financial Results (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_of_Partial_Correction_to_FY2026_Financial_Results.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Utilization-led profit improvement and its cash-quality limits | BtoB utilization and revenue growth faster than organic costs supported Q1 leverage, but contractors and central costs can absorb the gain. Corrected annual operating cash flow is positive, while working-capital movement prevents an unqualified cash-quality conclusion.
- 内部研究类型：OPERATING_TO_CASH_TRANSMISSION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Sustained leverage could fund growth internally; reversal or weak business-level cash conversion would increase dependence on retained liquidity or issuance.
- 不确定性（原始记录）：Sustainable utilization, customer concentration, product margins and business-level FCF remain unknown.

在线打开本发现 →

F057 | 09 | 9.3 | 财务生存能力强于估值安全边际

写入正文：09 | 9.3 | 财务生存能力强于估值安全边际；11 | 11.3 | 公司有修复时间，但每股损失未必可逆；14 | 14.1 | 财务韧性与下行防御：8.45/13

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（36项；重复标签已按来源合并）

- FY04/2026 Annual Securities Report — Financial Statements and Accounting Notes (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；反向验证：15、17、19、25；专项深挖：04、06、14、15、17、18、19、20、21、22、26、28、29、32、35；同业比较：06、14、17、18、19、20、21、22、26、32；其他用途：历史
- FY04/2027 Q1 Results — Deliberate Operating and Forecast Review (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、03、05、06、08、09、10、11、12、15、16、20、27、28、29、30、31、32、35；反向验证：31；专项深挖：02、03、05、06、09、12、15、16、17、19、20、22、27、28、29、30、31、32、35
- Annual Securities Report for FY04/2026 (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：18、20、22、23、29、33、35；其他用途：反证
- Annual Securities Report — Supply and Platform Risks (<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Computer-Using Agents in Microsoft Copilot Studio Are Generally Available (<https://techcommunity.microsoft.com/blog/copilot-studio-blog/computer-using-agents-in-microsoft-copilot-studio-are-now-generally-available/4519427>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、08、10、35；反向验证：02、03、04、05、07、08、09、10、11、35；专项深挖：08、10、35；其他用途：反证
- HEROZ Annual Historical Prices 2018-2026 (https://s.kabutan.jp/stocks/4382/historical_prices/yearly/) | 怎么使用：直接证据；反向验证：27、29、35；专项深挖：34、35；同业比较：12、27、29、31、34、35；其他用途：反证、历史

- HEROZ Daily Price History Through September 11, 2026
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4382.T/history>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：27、29、31、35；专项深挖：34、35
- Annual Securities Report — Ownership and Shareholder Returns
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Tokyo Stock Exchange Listed Company Search — 4382
(<https://www2.jpx.co.jp/tseHpFront/StockSearch.do?callJorEFlg=1&method=topsearch&topSearchStr=4382>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：01
- FY04/2027 First-Quarter Financial Results Presentation (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260911/20260911535155.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Full-Year Financial Results Presentation
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Group Perimeter and History
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、33；专项深挖：01、33；同业比较：01、03、04、07、09、23、33；其他用途：历史
- Management Integration of HEROZ and Variosecure — Transaction and Governance Review
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20260414/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07、18、22、23、24、25、33、35；专项深挖：07、18、22、23、24、25、33、35
- HEROZ Stock Information (<https://heroz.co.jp/ir/stock/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01；专项深挖：01
- Notice Regarding the Management Integration of HEROZ and Variosecure
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY04/2026 Annual Securities Report — Segments, Governance and Ownership
(<https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YS1Z.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、16、22、23、24；反向验证：12、16、24、28；专项深挖：12、16、22、23、24、28、33；同业比较：12、16、24、28、33、35；其他用途：历史
- Information Security 10 Major Threats 2026
(<https://www.ipa.go.jp/security/10threats/10threats2026.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：09、11、13、14、35；专项深挖：09、13、14、35
- FY04/2026 Results — Historical Profit and Recurring-Revenue Review
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Presentation_Material_for_FY04_2026.pdf) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、28、32；专项深挖：02、15、16、28、32、33；同业比较：02、03、05、10、15、16、28、30、32、33、35；其他用途：历史
- Supplementary Material Regarding Acquisition of Extra's Generative-AI Training Business (<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260803/20260803506835.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- HEROZ ASK Launches Box Integration and Credit Plans
(https://heroz.co.jp/release/2026/02/04_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持

- HEROZ ASK MCP Integration Announcement
(https://heroz.co.jp/release/2026/05/13_press01-5/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、08、10、30；专项深挖：03、04、07、10、30
- School TOMAS Generative-AI Training Program
(https://heroz.co.jp/release/2026/04/13_press01-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、07、30；专项深挖：05、07、30
- NZAM Multi-Agent Deployment — Deliberate Customer Reality Review
(<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、10、15、30；专项深挖：05、10
- Notice Regarding Acquisition of Shares of AKM Consulting (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_Regarding_Acquisition_of_Shares_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Subsidiarization of AKM Consulting — Strategic Significance (https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Subsidiarization_of_AKM_Consulting_Co_Ltd.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- NZAM Multi-AI-Agent Customer Case Study (<https://heroz.co.jp/lp/case-study-nzam/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Domain-Specific LLM Development Using tsuzumi 2
(<https://www.ntt.com/about-us/press-releases/news/article/2026/0126.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、08；反向验证：03、04、05、08、09、10、11、35；专项深挖：04、08；同业比较：08；其他用途：反证、历史
- Guidelines for Generative-AI Use in HR-Related Services
(<https://heroz.co.jp/guideline/hr/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Correction to FY2026 Consolidated Financial Results
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_of_Partial_Correction_to_FY2026_Financial_Results.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：32
- 2025 Restricted-Stock Share Issuance
(https://heroz.co.jp/ir-files/en/20250822/Notice_Concerning_Issuance_of_New_Shares_as_Remuneration_for_Restricted_Stock.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26；同业比较：25；其他用途：历史
- 2026 Restricted-Stock Share Issuance Notice
(https://heroz.co.jp/custom_links/notice_concerning_issuance_of_new_shares_as_remuneration_for_restricted_stock-4/) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26；专项深挖：25、26
- HEROZ × Variosecure Business Integration — Significance and Expected Benefits
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Supplementary_Materials_Regarding_the_Management_Integration_of_HEROZ_Inc_and_Variosecure_Inc.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Notice of Share Transfer Agreement for StrategIT
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/04/Notice_of_Conclusion_of_Share_Transfer_Agreement_Regarding_Shares_of_Our_Subsiary.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：02、16、22、23、28、33、35；同业比较：23；其他用途：反证、历史
- DX Trends 2026 (<https://www.ipa.go.jp/digital/chousa/dx-trend/dx-trend-2026.html>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：05、11、12；专项深挖：05、11
- Generative-AI Market Survey Report Version 2.0
(https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2026/apr/260416_generativeai02.pdf) | 怎

么使用：支持证据；外部现实校验：08、09、11、35；专项深挖：08、09、11、35；同业比较：11；其他用途：历史

- Revision of FY2026 Forecast and Recording of Transaction-Related Items
(https://heroz.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/Notice_Regarding_Revision_of_Full-Year_Earnings_Forecast_and_Recording_of_Gain_on_Sales_of_Shares_of_Subsiidiary_and_Other_Items.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16、28；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Financial repair capacity does not eliminate per-share downside | Cash exceeding borrowings and recurring security operations provide repair time. Difficult-to-repair breaks include major security failure, loss of critical technology or equipment access, persistent ASK monetization failure, and goodwill impairment combined with further dilution.
- 内部研究类型：SELF_REPAIR_AND_FAILURE_MAP
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：Near-term solvency appears sound, but management can consume the repair capacity before shareholders receive value.
- 不确定性（原始记录）：Post-integration available cash, severe-scenario commitments and impairment sensitivity are not quantified.

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。