

7162 アストマックス株式会社 (ASTM AX Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 59.25/100 · B

这家公司是做什么的

アストマックス主营日本电力市场相关业务，包括再生能源发电与开发、电力批发和需给管理BPO、电力零售、系统一侧蓄电池开发与聚合运营；同时正把历史上的商品/金融自营交易业务逐步缩小并退出。

最近亮点

2027财年Q1营业收入约61.08亿日元、同比+39.2%，但会计口径营业亏损约8.19亿、归母净亏损约8.73亿。公司说明其中电力交易相关约7.29亿日元来自现货/先渡与套保损益确认时点差异；调整这一时点影…

资料截止 2026-09-19 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-19
研究规则版本 SHA	cb45e77df52f7d11471098cfab7aa0e56060cd6b
评分版本	V3.2
发布源 SHA	9d05dacd96bd7cadef1a920838b53ffe632f1913
交付代码版本 SHA	9d05dacd96bd7cadef1a920838b53ffe632f1913
交付运行时指纹	537dab0f6dea9b0de92e6c020a0728eb046bfceb99dbde38857804700df47580

先看研究要点

为什么值得研究	公司已经从旧金融/商品交易平台明显向综合能源运营商迁移，拥有发电开发、JEPX/先物交易、需给管理 BPO、零售、蓄电池聚合等互补能力；中期计划主动退出低协同自营交易，并把交易与风险管理能力转向电力；同时有 7 日元分红底线、股份回购和低 PBR 资本效率改善动作。
最需要担心什么	盈利质量仍被电力价格、套保会计时点、项目出售和交易资本占用明显扭曲；零售 Q1 增收但转亏，高压/特高压客户数下降；地热和蓄电项目存在建设成本、许可、融资与工期风险；主要股东ヒューリック既是资本伙伴又成为项目受让方，交易公允性需持续验证；2026 年股东曾提出罢免代表董事议案，说明治理并非无摩擦。
Kabugami 现在怎么看	アストマックス真正值得研究的不是“低 PBR 新电力公司”，而是它能否把三十多年交易/风险管理能力迁移成能源运营能力：以自有/开发电源、批发交易、需给 BPO、零售负荷和蓄电池聚合形成一个双边能源平台，同时把重资产开发通过项目出售和外部资本回收资金。这个结构若成功，盈利会从自营交易和一次性项目收益，逐步转向更可重复的运营/服务费与资本周转；但截至本轮，2026 年巨额利润和 2027 年 Q1 巨额亏损都被电力套保时点显著放大，零售利润也尚未稳定，治理与关联交易仍需验证，所以目前只能给 B，而不能把低 PB 直接解释成高安全边际。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | Power44 起始问题：电力零售到底是利润中心，还是能源平台的“需求端接口”

本轮属于 Power44 临时研究集合，因此在正常公司理解之后，首先检验电力零售是否是一个值得继续深挖的核心变量。

表面上看，小售电是很显眼的增长点。2027 财年 Q1 小售电营业收入约 16.42 亿日元、同比增长约 37%，公司同时覆盖特高压、高压和低压客户。

但同一季度小售电分部由上年约 0.16 亿利润转为约 0.12 亿亏损，主要受到价格竞争导致的毛利压缩影响；特高压/高压客户数也从期初水平下降到 465 户左右。

这说明：“卖更多电”并没有自动转化成更高经济利润。

所以 Power44 问题在 Open Discovery 中很快升级成更高 VOI 的问题：零售的真正作用，是否是为集团提供稳定负荷、客户关系和用电数据，从而提高电力交易、需给 BPO、PPA 和蓄电池聚合的整体价值，而不是单靠零售差价赚钱。

01.2 | 最终投资问题：能否把高波动交易利润，转成可重复的综合能源运营回报

公司 1992 年从商品投资顾问/交易起家，后来进入太阳能、地热、电力交易、需给管理、电力零售和系统一侧蓄电池。

过去的问题是：交易能力很强，却也能造成大额波动。2025 财年自营交易损失拖累集团；2026 财年末又因为电力交易与套保的时点效果形成非常高的会计利润；2027 财年 Q1 同一机制反向造成大额会计亏损。

因此本轮真正决定股东价值的问题是：

アストマックス能否把交易/风险管理能力嵌入电力批发、需给 BPO、零售、PPA 和蓄电池聚合，使收入从“押方向/等项目出售”转向更重复、更资本轻、更可验证的能源运营回报，同时继续把重资产开发的资本周转出去。

01.3 | 当前答案：产业方向成立，正常化盈利仍没有被证明

方向比过去清楚。

公司已经停止资产管理，2026 年 3 月停止燃气业务，并计划在约两年内缩小并最终退出旧自营交易，把交易和风险管理人才迁移到电力交易相关业务。

同时，中期愿景把再生能源开发、批发交易、需给管理、零售和蓄电池聚合放到一个能源价值链里，这是有经济逻辑的组合，而不是随机多元化。

问题在于，目前最亮眼的利润仍然包含交易/会计时点和项目出售；最应该成为重复性底座的零售、BPO、聚合等服务，其独立毛利和资本回报披露仍不够。

所以当前结论是：结构性转型已经发生，优质盈利模式还在证明途中。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 公司已经不是旧式商品交易公司

アストマックス的历史根源在商品投资顾问与自营交易。2011 年以后日本能源政策和电力市场改革给了公司迁移方向，公司逐步进入太阳能发电、电力交易、电力零售、PPA、地热和蓄电池。

2021 年吸收原交易子公司并从持股公司回到运营公司，2022 年出售资产管理持股，2025 年停止资产管理，2026 年停止燃气业务。

中期愿景 2028 进一步明确：把旧ディーリング业务逐步缩小并退出，把交易和风险管理 know-how 转到电力交易相关业务。

这不是简单“换行业标签”，而是把原有的市场交易能力重新部署到一个实体能源系统里。

02.2 | 四个现有业务模块，其实围绕同一套电力流动

当前集团主要包括：

1. 再生能源相关。自有/开发太阳能、O&M、PPA、地热开发和系统一侧蓄电池开发；
2. 电力交易相关。电力批发、需给管理 BPO、风险管理建议、系统与市场交易、蓄电池聚合；
3. 电力零售。特高压、高压、低压“アストでんき”等；
4. 逐步退出中的ディーリング。历史商品/金融自营交易。

最有价值的潜在结构不是四个分部各自做大，而是发电端、市场端和用电端互相连接：有电源、有负荷、有市场交易能力、有需给预测/结算能力，再加入可调节的蓄电池。

02.3 | 盈利模式可以拆成三类

第一类：资产收益。自有太阳能等发电资产提供售电现金流。

第二类：开发/资本周转收益。开发 PPA、太阳能、地热、蓄电池项目，在适当阶段引入合作方或出售项目权益，把开发能力变现并回收资本。

第三类：运营和市场服务收益。电力批发、BPO、风险管理、零售、蓄电池聚合等，理论上可以形成更资本轻、更重复的费用或交易收益。

如果第三类占比和稳定性逐步提升，公司资本效率会改善；如果利润仍主要来自第一类重资产和第二类项目出售，则盈利会继续明显不平滑。

02.4 | 真正需要证明的是“组合经济性”，而不是业务数量

发电、交易、零售、蓄电池放在一家公司并不自动产生协同。

只有当这些模块共同降低调达成本、减少不平衡成本、提高电源利用率、增加客户留存、提高聚合收益或降低风险资本时，整合才会产生经济价值。

这也是后续最重要的验证方向。

03 | 产品、客户、供应与关键依赖

03.1 | 再生能源：资产规模不大，但提供真实电源和开发能力

中期愿景披露，公司开发太阳能约 31.6MW，其中集团自有约 13MW，O&M 同样覆盖约 31.6MW；同时推进企业 PPA、地热和蓄电池。

规模和大型公用事业公司相比很小，但它对アストマックス的意义不在绝对发电量，而在于集团拥有真实的发电资产开发、运维和市场出售经验。

这给交易/BPO 提供了对发电侧物理约束的理解，也给 PPA 和零售提供可组合的再生能源来源。

03.2 | 电力交易/BPO：这是从旧交易能力迁移过来的核心能力

公司向电力零售商和发电商提供需求预测、需给管理、计划值提交、风险管理和电力批发等服务，并参与 JEPX 及相关市场。

这类服务的价值不是“猜电价”，而是把负荷、电源、市场价格、计划偏差和结算风险组织起来。

在再生能源比重提高、发电波动增加的市场里，预测、调度和风险管理的重要性理论上会上升。

但是这类能力不是天然垄断。大型电力公司、数字化新电力、专业聚合商和客户内部团队都可以竞争，最终需要用客户留存、服务毛利和风险调整后利润证明壁垒。

03.3 | 零售：收入增长，利润和客户质量更重要

公司 2020 年通过收购进入零售，2024 财年曾实现全年分部黑字。

2027 财年 Q1 零售收入约 16.42 亿日元，受大口径客户供给等带动同比增加，但价格竞争使利润转为小幅亏损；特高压/高压客户数约 465 户，较期初减少 18 户。

因此零售当前不能单独当成长故事。

更值得追踪的是：零售负荷能否提高集团采购组合、风险管理、BPO 和蓄电池调度的经济效率，并使客户关系从“比价换供应商”升级为更深的能源管理关系。

03.4 | 系统一侧蓄电池：最有可能把交易能力和实体资产真正绑在一起

公司已经参与北海道约 50MW/100MWh 级蓄电项目的市场运营，并开发 AI 市场预测/交易系统。

2026 年 7 月，公司把长野县小诸市 42MW/171MWh 蓄电池项目权益及土地转让给ヒューリック，预计 Q2 确认约 6.5 亿日元营业利润；设施计划 2027 年 12 月投运后，アストマックス仍计划承担聚合业务。

这个案例很重要：它证明公司正在尝试开发资产→出售资本密集型权益→保留运营/交易角色。

如果这种模式可重复，会比自己长期持有所有重资产更符合小市值公司的资本效率。

03.5 | 地热：长期价值高，但工程与资金风险也最大

公司在宫崎县えびの推进地热项目，历史上多口井已经确认热资源，中期愿景原计划约 5MW 规模并争取 2027 年度运行。

但最新资料仍显示需要追加调查、资本增强、融资和计划再检讨。

地热有稳定基荷、低碳和稀缺性价值，但开发周期长、地下资源不确定、建设成本高，不能把规划容量等同于已投产价值。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 电力市场竞争的核心不是单一“发电成本”

アストマックス同时面对多类竞争者：大型电力公司、独立新电力、能源商社、数字化电力平台、蓄电池聚合商和专业需给管理服务商。

客户可以自己建立调达和需给管理能力，也可以把部分环节外包给不同供应商。

因此公司的竞争力不来自许可证本身，而来自能否把市场交易、风险管理、调度系统、电源、负荷和蓄电池同时组织起来，并以更低总成本或更稳定风险结果交付给客户。

04.2 | 第 7 次能源基本计划和再生能源增加提供结构需求，但不会自动提高公司利润

日本政策方向继续提高再生能源占比，数据中心和电气化又可能增加电力需求；波动型电源增加后，调节力、蓄电池、聚合和交易的重要性提高。

这是行业顺风。

但行业顺风也会吸引大型资本、综合商社、电力公司和专业技术公司进入，尤其系统一侧蓄电池正在快速成为机构资本关注的资产类别。

所以“政策支持储能”不能直接翻译成アストマックス拥有高经济租金。

04.3 | ヒューリック关系既是资源，也是治理约束

截至 2026 年 3 月末，ヒューリックプロパティソリューション持股约 17.97%，为最大股东。

双方的资本业务关系可以带来项目资本、资产接手能力和长期合作渠道，小诸蓄电项目就是例子。

但当主要股东关联方同时成为项目受让方时，交易条件、公允性、董事会程序和少数股东利益保护就变得更重要。

公司披露小诸项目曾与多个候选伙伴协商，并综合考虑转让条件和长期合作关系后选择ヒューリック；这降低了“只对单一关联方谈判”的担忧，但转让价格不公开，外部股东仍无法完整验证项目经济性。

04.4 | 真正的外部现实测试：合作伙伴愿不愿意接资产、客户愿不愿意买服务

小诸项目能被大型房地产/资本伙伴接手，说明开发权本身有可交易价值。

零售和 BPO 客户是否愿意长期续约、是否愿意接受风险管理服务、蓄电池业主是否持续委托聚合，则是下一层更关键的外部验证。

目前公开数据对这些重复性客户经济披露仍不足。

05 | 护城河判断

05.1 | 最真实的壁垒是“跨市场风险管理经验 + 实体能源运营”的组合

アストマックス从 1990 年代就参与商品和衍生品市场，拥有真实交易、风险控制和市场接入经验。

把这套能力迁移到 JEPX、电力先物、需给管理和蓄电池调度，是比单纯拿到零售牌照更难复制的积累。

公司又拥有实际发电、PPA、O&M 和零售负荷，使交易逻辑不完全停留在纸面金融产品。

05.2 | 但当前护城河只能评为中等，不是强护城河

原因有三点：

1. 电力市场规则公开，竞争者可以获得同类市场接入；
2. 大型电力、商社和专业平台资本更充足、客户基础更大；
3. 公司还没有公开证明 BPO、聚合和零售拥有很高续约率、强定价权或高毛利。

所以现阶段的优势更像经验、系统和组合能力形成的中等运营壁垒，而不是可以长期锁定超额利润的垄断资产。

05.3 | 护城河增强的关键证据

未来若看到以下三件事同时出现，护城河判断才应升级：

- BPO/聚合客户数和续约长期增加；

- 单位服务利润或风险调整后收益稳定，不依赖某个电价方向；
- 零售、电源和蓄电池之间可量化降低采购/不平衡/调度成本。

在这些证据出现之前，不把“综合能源”四个字自动当护城河。

06 | 财务质量、现金流与资本效率

06.1 | 2026 财年大赚是真实会计结果，但不是可以直接年化的正常盈利

2026 财年营业收入约 252.58 亿日元，营业利润约 26.35 亿，归母净利润约 19.56 亿，相比 2025 财年的营业亏损约 1.77 亿和归母亏损约 1.47 亿是巨大反转。

如果只看年度结果，会得到“盈利能力突然跃升”的印象。

但公司电力交易存在现货/先渡交易与衍生品套保损益确认时点不一致。这个机制可以在一个会计期抬高利润，也可以在下一个会计期压低利润。

因此当前最重要的盈利质量动作是穿透时点错位看经济损益，而不是把报表营业利润率直接当正常化利润率。

06.2 | 2027 财年 Q1 把这个问题反向演示了一次

Q1 营业收入约 61.08 亿日元、同比+39.2%，但会计口径营业亏损约 8.19 亿、经常亏损约 8.45 亿、归母净亏损约 8.73 亿。

公司说明，电力交易现物/先渡和套保先物的时点差约 7.29 亿日元。如果把这一时点影响调回，集团营业亏损约 0.89 亿，电力交易相关分部约亏 0.13 亿。

这说明报表表面亏损严重夸大了当季经济恶化，但调整后仍然没有形成高利润。

所以正确结论不是“Q1 其实很好”，而是：会计噪声很大，底层正常化利润仍需后续季度证明。

06.3 | 小售电是收入增长点，却还没有形成稳定利润底座

Q1 零售收入约 16.42 亿日元，同比明显增长，但分部转为约 0.12 亿亏损。

在电价竞争、容量抛出金和采购成本变化下，零售毛利很容易变薄。

这也是为什么本轮没有因为 Power44 主题就给零售高估值：收入规模不等于经济质量。

06.4 | 资产负债表看似剧烈收缩，主要是交易保证金和市场结算结构变化

2026 年 6 月底总资产约 154.74 亿日元，较 3 月底约 213.70 亿明显下降；负债约 85.25 亿，净资产约 69.48 亿，自有资本比率提高到约 42.6%。

其中差入保证金和先物相关资产大幅减少，是总资产/负债压缩的重要原因。

这类市场交易保证金属于业务运行管道，不能像制造业固定资产那样简单解释。

真正值得关注的是：公司要为电力交易、零售采购、项目开发和蓄电池承担多少峰值流动性与保证金需求，以及极端电价时资本能否保持充足。

06.5 | 小诸项目说明资本周转能力，但一次性利润会降低盈利可预测性

项目出售预计 Q2 贡献约 6.5 亿营业利润，对当前市值和常态季度利润都很大。

这种开发利润本身不是低质量，只要项目开发能力可重复且资本回报高。

问题是项目出售时点天然不平滑，而且本次转让价格不公开，外部股东难以计算完整投入资本回报。

因此本轮把项目资本回收视为正面能力，却不把 6.5 亿直接加入正常化年度利润。

06.6 | 现金流的最终目标是从“市场保证金波动”转向“服务与项目回收”

公司业务天然会因为交易保证金、零售采购、项目建设和资产出售造成大额现金波动。

未来高质量状态应表现为：BPO/聚合/零售的重复性经营现金贡献上升，项目开发能在有限自有资本下循环，而不是每次增长都需要长期堆积重资产和交易保证金。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 股权结构出现了新的战略大股东

截至 2026 年 3 月末，ヒューリックプロパティソリューション持股约 17.97%，有限会社啓尚企画约 8.92%，代表董事牛嶋英揚约 5.40%。

个人投资者整体持股仍占约 66%，说明公司并不是由单一母集团完全控制。

大股东资本合作有利于能源项目融资和退出，但也会让关联项目交易程序成为长期治理观察点。

07.2 | 2026 年的董事罢免提案是不能忽略的治理反证

2026 年 4 月，股东提出临时股东大会召集请求，随后撤回临时会议请求，但把罢免牛嶋英揚董事的议案带到 6 月定时股东大会；公司董事会公开表示反对。

截至 6 月 26 日公司官网，牛嶋仍担任代表取締役会長兼社長，说明该提案没有改变当前控制结构。

无论争议具体动机如何，这一事件证明主要股东/内部股东对领导层并非完全一致。

因此治理不能只看“有社外董事和委员会”，还需要观察资本配置、关联交易、重大项目和董事会监督是否长期取得少数股东信任。

07.3 | 正式治理框架具备独立董事机制，但结构有效性要靠结果证明

公司官网披露多名社外董事、社外监事，并设置指名・报酬咨询机制，治理方针明确强调股东平等、透明披露和独立董事监督。

这是必要条件。

但 2025 财年交易业务大额亏损、2026 股东罢免议案以及当前关联方项目转让，都使董事会风险监督与资本配置成为高价值验证点。

07.4 | 人力指标提示“小公司转型”也有组织风险

集团员工只有约 63 人，却同时覆盖交易、发电开发、BPO、零售、蓄电和地热等多类专业业务。

2026 财年员工满意度约 73.6%，低于中期目标 80%，也低于上一年 81.1%；离职率约 5.3%仍低于 10%目标。

这不构成核心投资论点，但说明如此多元的能源业务依赖少量专业人才，关键人员、系统和组织执行风险不能忽略。

08 | 资本政策

08.1 | 中期愿景开始明确把资本成本放进经营目标

“中期ビジョン 2028”提出向综合能源运营商转型，并给出 2028 财年约 350 亿日元营业收入、约 8 亿日元实质税前利润、ROE 超过 9%、ROIC 超过 8%的方向目标。

公司同时明确关注资本成本和股价，目标是让 PBR 摆脱长期低于 1 倍状态。

对当前约 0.58 倍 PBR 的公司而言，这比单纯喊规模增长更重要。

08.2 | 三年资本配置很激进，必须看回报而不是看投入

公司规划三年中以经营现金流和外部资金支持再生能源、系统、电力交易资本与零售资本投入。

其中零售和电力交易需要较大运营资金，地热/蓄电项目也需要资本。

这意味着低 PBR 公司不能只靠回购完成价值修复；经营投资必须真的产生超过资本成本的回报。

08.3 | 7 日元分红底线提高了股东回报可见度

中期愿景 2028 期间，公司把调整后归母净利润 30%以上作为基本分红方针，并设置每股 7 日元的年度期末分红下限。

2026 财年实际分红 8 日元。

以 9 月 18 日 289 日元收盘粗算，8 日元对应历史股息率约 2.8%，7 日元底线对应约 2.4%。

这不是高股息故事，但在盈利波动较大的公司里，底线政策增加了一部分现金回报约束。

08.4 | 2026 年股份回购方向正确，但不能替代经营改善

公司 2026 年 7 月底宣布股份回购，并在 8 月披露取得结束。

低 PBR 阶段回购在不伤害运营资金的前提下有利于每股价值。

但本公司需要交易保证金、零售采购和项目开发资金，所以回购必须与流动性压力一起看，不能把现金抽回本身当成资本效率已经改善。

08.5 | 最值得肯定的资本动作：重资产开发后出售，尽量保留高附加值运营

小诸蓄电项目的“开发→出售给资本伙伴→未来继续聚合运营”比长期全额持有每个项目更符合公司规模。

如果未来可重复，公司会从“资产所有者”更接近“开发+市场运营平台”，有机会提高 ROIC。

这也是本轮资本政策得分高于盈利质量得分的主要原因。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 0.58 倍 PBR 足够便宜，但不能用当期 PER 证明便宜

2026 年 9 月 18 日收盘 289 日元，PBR 约 0.58 倍。

账面折价是真实的。

但公司没有给出可靠的本期全年度利润预测，且 2026 财年净利润被电力交易时点和项目/市场因素显著放大，因此用极低历史 PER 或自动生成的预测 PER 判断价值会严重失真。

本轮估值主要看账面折价、资本回报路径、分红底线、资产/项目变现能力和正常化盈利，而不是表面 PE。

09.2 | 低 PBR 有合理原因

市场给折价并非完全没有依据：

- 盈利历史波动大；
- 电力套保会计时点使季度/年度可读性差；
- 零售利润率不稳定；
- 项目开发和出售造成利润不平滑；
- 地热/储能需要资本和执行能力；
- 治理出现过股东与管理层公开冲突；
- 主要股东与项目交易需要持续验证公允性。

所以 0.58 倍 PB 不是无条件安全边际。

09.3 | 真正的估值修复桥梁是“盈利可解释性 + ROIC + 每股资本效率”

若未来两三年出现以下组合，PBR 折价才有结构性收窄理由：

1. 电力交易调整后利润稳定为正，季度报表和经济损益差异更容易解释；
2. BPO/聚合/零售的重复性利润提升；
3. 重资产开发能通过出售/合资持续回收资本；
4. ROIC 按中期计划向 8% 以上推进；
5. 分红和回购在不伤害流动性的情况下持续。

反过来，如果利润仍依赖套保时点和项目出售，账面折价可能长期存在。

09.4 | 当前安全边际是“价格折价 + 可变现项目能力”，不是“稳定盈利”

公司拥有现金、开发项目、发电资产和市场业务，且已有把项目权利转让给外部资本的记录。

这些提供一定下行缓冲。

但真正高质量的安全边际还需要正常化经营利润和自由现金流更稳定。

因此估值模块给较高分，总分仍被盈利质量和治理压住。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

Owner 原始月线图：本Review 严格绑定Owner 为7162 指定的WordPress Media attachment 3887。该图是本Review 公开视觉权威；Technical Research 独立使用7162 现上市主体自2012 年以来的长期调整后价格历史与截至2026-09-18 的完整交易数据，不以单张图替代价格证据。

10.1 | Technical Question：2026 年 519 日元脉冲，是新价格制度开始，还是又一次被旧中心吸引

アストマックス当前持股公司 2012 年上市以来，上场来高点约 763 日元、低点约 132 日元。

2016 年曾冲到 763，2017 年仍到 605；此后高点明显下降。2019 约 441、2020 约 400、2021 约 400、2024 约 337、2025 约 323。

长期价格因此形成一个很清楚的历史：大幅脉冲经常出现，但多数脉冲最终又回到 200—300 多日元区域。

2026 年 3 月 6 日最低 198，5 月 11 日突然冲到 519，9 月 18 日又回到 289。

所以本轮最重要的问题不是“289 便不便宜”，而是：

519 脉冲有没有把长期价格重心真正迁到更高区域，还是旧的 200—300 多日元历史吸引区再次完成了回收。

10.2 | Chart Truth：198→519 是强脉冲，但 519→289 的回收同样强

从 3 月低点 198 到 5 月高点 519，最大上行约 162%，是近年最强价格扩张之一。

但从 519 回到 9 月 18 日 289，已经回撤约 44%，而且重新进入 2019—2025 反复运行的 200—300 多日元区间。

这意味着“向上力量存在”已经被证明，但“新高位制度稳定存在”没有被证明。

10.3 | 2026 年的低点仍然提供一个正面结构：没有跌穿长期极低区

2025 年年度收盘约 218，2026 年 3 月最低 198，之后价格没有继续向 2012 年以来的极端低位 132 扩张。

9 月 18 日 289 仍明显高于 3 月低点，也高于 2025 年末水平。

因此当前并不是单纯重新进入长期下降趋势，更像是一次高能脉冲失败后的较高位置重组。

10.4 | 320—340 是比“再冲 500”更重要的第一确认区

2019—2025 多次年度高点在 320—440 附近，2024 高点约 337、2025 高点约 323。

如果未来价格能持续站在约 320—340 以上，并在回抽时不再长期回到 200 多日元，旧中心的吸引力才开始明显减弱。

直接再冲 500 当然是强信号，但对判断价格中心迁移而言，能不能先把 320—340 从压力区变成重复驻留区更重要。

10.5 | 5 月的基本面/资本信息获得强反应，但保留率较差

2026 年 5 月年度业绩、大幅利润、中期愿景和资本政策发布前后，价格进入高能上涨并形成 519 高点。

随后数月大部分涨幅被吐回。

事件本身不是 Technical 证据；价格对好消息的高初始冲量、低长期保留率，才是 Technical 证据。

这增加了“Failed Pulse Memory”：市场愿意快速重估アストマックス，但过去经验让资金也容易在高位撤离。

10.6 | Q1 会计亏损后的价格没有重新打穿 198，坏消息吸收反而比好消息保留更好

7 月底公司披露 Q1 会计营业亏损约 8.19 亿，股价短期明显下跌，但后续并没有回到 3 月 198 低点，9 月又组织到接近 290。

这说明市场开始部分区分“会计时点亏损”和“经济损益”，或者至少低位卖压没有再次失控。

因此当前响应不对称是：好消息上冲很猛但难留住，坏消息造成冲击但没有摧毁年内低点。

这是一种“底部韧性提升、高位驻留不足”的组合。

10.7 | 长期历史记忆仍然很重

2016—2017 曾经出现更高价格制度，但没有持续；2019、2020、2021 也多次上冲 400 附近后回落。

因此每一次新脉冲都会面对过去失败突破留下的供给和记忆。

2026 年的 519 虽然更强，却还没有消除这种历史。

10.8 | 当前纯价格状态与 Technical 裁决

当前纯价格状态：

长期低位已经显示更强的底部韧性，2026 年形成一轮非常强的向上脉冲，但高位没有形成足够 Residence，价格重新回到旧的 200—300 多日元吸引区。当前更像“失败脉冲后的较高重组”，而不是确认完成长期价格中心迁移。

Technical Module Judgment = 58 / 100。

Price-Fundamental Timing：价格先对年度利润与资本政策形成超强上冲，随后在公司经济盈利仍难穿透、Q1 会计亏损出现后大幅回收；当前价格既没有确认盈利转型，也没有重新否定年内底部，属于事件领先后被部分基本面不确定性重新吸收。

下一步确认：持续站稳 320—340 并在后续回抽中减少回到 200 多日元的时间，随后再挑战 400 以上。

结构证伪/明显恶化：持续跌回 230—250 以下并重新逼近 198；若进一步跌穿 198，2026“更高重组”的判断需要明显降级。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

电力价格与 Basis Risk。现货、先渡、先物和实际交付的时点与定价机制不同，套保不能保证报表平滑，极端行情还可能增加保证金和流动性需求。

盈利可解释性。如果投资者无法稳定从报表中识别经济利润，低估值可能长期存在。

零售竞争。客户可以更换供应商，价格竞争、容量抛出金和采购成本都会压缩毛利。

地热/蓄电开发。建设成本、许可、地下资源、融资、施工和并网延迟都可能破坏项目 IRR。

项目出售依赖。大额一次性开发利润会使年度盈利不平滑；若项目无法出售或资本伙伴风险偏好下降，现金回收速度会降低。

关联交易/治理。主要股东相关方同时是项目受让方，需要持续证明交易条款和决策过程公允。

关键人才与系统。63 人左右的集团承担多种复杂能源/交易业务，系统故障或关键专业人才流失的影响可能放大。

11.2 | 主要催化剂

- 电力交易调整后经济利润连续多个季度稳定为正；
- BPO/聚合客户和重复性服务收入出现更透明披露；
- 小售电恢复分部盈利，同时客户数和毛利率改善；
- 小诸项目出售收益按计划在 Q2 确认，并在投运后形成聚合收入；
- 札幌等蓄电池聚合证明可复制到更多第三方项目；
- 地热项目明确最终投资、资本伙伴、成本和运行时间；
- ROIC 向中期目标 8%以上推进；
- 分红底线与回购在不增加流动性压力下持续；
- 股价把 320—340 以上从一次突破变成稳定运行区。

11.3 | Power44 特定观察：零售什么时候才值得升级为核心利润变量

当前小售电已经是重要收入来源，却不是可靠利润来源。

要升级为核心投资变量，至少需要看到：客户数稳定/恢复增长、单位毛利改善、采购/套保成本控制稳定，以及零售负荷能够量化提高集团交易/BPO/蓄电池的整体利润。

在此之前，零售更适合作为综合能源平台的需求端接口，而不是独立估值中心。

12 | 反常识发现

12.1 | 2026 年的“巨额盈利”和 2027Q1 的“巨额亏损”其实是同一个问题的两面

最容易犯的错误是把 2026 财年的 26 亿营业利润当成新常态，再把 Q1 的 8 亿亏损当成突然崩坏。

两者都受到电力交易与套保损益确认时点影响。

真正值得观察的是调整后的经济利润，而不是报表单季峰谷。

这也解释了为什么本轮对盈利质量打分明显低于估值和资本政策。

12.2 | 电力零售最有价值的地方，可能不是零售毛利

零售本身价格竞争强、毛利薄。

但稳定负荷能给集团交易、需给管理、PPA 和蓄电池一个真实需求端。

如果アストマックス最终能把“发电—交易—零售—蓄电”一起优化，零售即使只是中低利润，也可能增加整个系统的价值。

这需要未来用跨分部利润或成本协同证明，当前仍是有逻辑但未完全验证的机制。

12.3 | 小诸项目出售比长期持有项目更能体现公司真正的比较优势

一家市值只有数十亿日元的公司如果把每个数十 MW 蓄电项目都长期留在自己资产负债表，会很快受到资本约束。

开发后卖给更强资本伙伴，再保留聚合运营，反而更可能把自身优势集中在选址、开发、市场知识和运营系统上。

这条路径若可复制，可能是中期 ROIC 改善最有价值的机制。

12.4 | 股价结构和公司结构现在有一个相似点：都在“迁移，但没有毕业”

公司正在从金融/自营交易迁到综合能源；股价也在尝试从长期 200—300 多日元区间迁到更高区域。

两者都出现了强烈脉冲，却都还缺少稳定驻留证据。

因此当前最合理的状态不是悲观或乐观极端，而是等待“新结构能否留住”。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | Q2/Q3：把会计损益和经济损益拆开看

重点不是单看营业利润，而是继续追踪公司披露的电力套保时点调整、交易相关资本和保证金变化。

如果调整后电力交易利润仍持续改善，盈利质量判断才会上升。

13.2 | 小诸项目 6.5 亿利润与后续聚合合同

确认项目转让收益是否按计划入账，以及设施投运后聚合运营是否真的给アストマックス形成重复收入。

如果只有一次性出售利润而没有长期服务经济，小诸项目的资本轻逻辑会打折。

13.3 | 小售电客户数、毛利和采购成本

高压/特高压客户数 465 是否止跌，低压客户是否继续增长，单位毛利能否恢复，是 Power44 最直接的后续验证。

13.4 | 地热项目最终资本预算和运行时间

地热是最长期、最稀缺的资产之一，也是最容易超预算的项目之一。

需要看到最终规模、总投资、融资结构、合作方和商业运行节点，而不是只看钻井成功历史。

13.5 | ROIC 与中期愿景 2028

公司给出 ROIC 超过 8%的目标。

未来应观察：资本周转、零售/BPO 利润、蓄电项目出售和交易资本需求能否共同把实际 ROIC 推向该目标。

13.6 | 治理：主要股东合作是否继续保持少数股东可验证的公允性

重点看后续与ヒューリック/HPS 相关项目的交易价格披露、董事会程序和资本回报。

13.7 | Technical：320—340 能不能从压力区变成驻留区

这比单日突破更重要。

如果未来价格长期留在 320—340 以上并减少返回 200 多日元，2026 脉冲才更接近真正的中心迁移。

14 | Kabugami Score V3.2

14.1 | 模块评分

模块	Judgment	权重	加权贡献	核心理由
财务韧性与下行防御	62	13	8.06	自有资本比率 Q1 约 42.6%，现金和项目资产提供缓冲；但交易保证金、零售采购和项目投资会制造高流动性需求，不能按传统净现金公司理解。
竞争优势与结构耐久性	60	14	8.40	三十多年交易/风险管理经验与实体能源运营结合形成中等壁垒；但市场接入非独占，大型电力/商社/平台资本和客户基础更强。
盈利质量、现金转化与资本效率	45	17	7.65	2026 大赚、2027Q1 大亏都受套保时点显著影响；项目出售使利润不平滑，BPO/聚合的

				重复性经济尚缺透明证明。
商业结构、产品、客户与关键依赖	65	11	7.15	发电、交易 BPO、零售和蓄电形成有逻辑的能源闭环；但零售客户下降、地热/储能执行和专业人才是关键依赖。
估值与安全边际	72	15	10.80	约 0.58 倍 PBR、项目可变现和股东回报政策提供折价缓冲；但盈利正常化难度使低 PB 具有合理成分，PER 不宜直接使用。
资本配置与股东回报	65	10	6.50	7 日元分红底线、股份回购、退出低协同业务以及“开发→出售→保留运营”方向正确；仍需证明 ROIC8% 目标可兑现。
治理、所有权与管理层	45	7	3.15	独立董事/委员会框架存在，但 2026 股东罢免议案和主要股东关联项目交易要求持续验证公允性和董事会监督。
Kabugami 技术结构	58	13	7.54	2026 低点没有失控、坏消息吸收改善，但 519 高点已回撤约 44%并重返旧运行区，中心迁移尚未确认。
总分		100	59.25	B

14.2 | 为什么是 B，而不是 B+

最主要的扣分不是“公司没有成长业务”，而是现在还很难把成长业务转成一个稳定可年化的经济利润数。

综合能源战略、蓄电池和低 PBR 都是真实正面因素，但只要季度利润还能被 7 亿级套保时点影响翻转、零售仍会增收转亏、项目出售又占单期利润较大比例，盈利质量就不能给高分。

治理上还有股东罢免提案和关联方项目转让需要更长验证。

14.3 | 什么会推向 B+

最重要的升级条件是：

1. 调整后电力交易/BPO 利润连续稳定为正；
2. 零售恢复盈利，同时客户与毛利不再恶化；
3. 蓄电池“开发出售+聚合运营”模式证明可重复；

4. ROIC 向 8%以上推进，分红/回购仍不伤害流动性；
5. 关联方项目交易保持清晰、公允、可验证；
6. 股价把 320—340 以上形成长期驻留，而不是再次脉冲后回收。

15 | 合规、研究边界与来源

15.1 | 合规与风险声明

本报告仅用于研究、信息整理与方法实验，不构成任何证券买卖建议、投资顾问意见、投资招揽、目标价、收益承诺或适合性判断。股票价格可能因电力市场、宏观、利率、政策、项目执行、公司治理、流动性和市场情绪发生大幅波动；任何投资决定及其风险由投资者自行承担。

Kabugami Score 是研究框架下的结构化判断，不代表未来收益率，也不是信用评级。Technical 判断描述历史价格系统的当前状态，不预测确定性的未来价格。

15.2 | Research Stop 与主要 UNKNOWN

本轮为 FIRST_COMPLETE。

Open Discovery 首先从 Power44 的电力零售问题出发，很快确认零售真实且重要，但它当前不是稳定利润中心；更高 VOI 问题转向“交易/风险管理能力能否迁移成发电—批发/BPO—零售—蓄电聚合的一体化能源运营能力，并提高正常化 ROIC”。

随后完成 Coverage35 Structured Deep Research、独立 Technical、跨域整合、Research Debt 复核、Full Synthesis、V3.2 Score 和 Editorial Routing。

Research Stop 成立，因为公司身份、业务模型、主要产品和市场角色、最新 Q1、年度盈利扭曲机制、资产负债表、零售、BPO、蓄电池、地热、股权治理、资本政策、估值与长期价格结构均已有足够一手/高可信证据；继续公共搜索对当前核心判断的边际信息价值明显下降。

仍保留的主要 UNKNOWN：

- 2027 财年全年公司业绩预测未披露，正常化电力交易利润仍不能精确年化；
- 电力 BPO 和蓄电池聚合的客户数、续约率、独立毛利率及单位资本回报披露不足；
- 小售电不同客户层级的完整毛利、流失率、获客成本和交叉销售经济性未披露；
- 小诸蓄电项目转让价格未披露，外部无法完整计算项目 IRR 及关联方交易公允性；
- えびの地热最终总投资、融资结构、最终商业运行时间仍在变化/复核；
- 电力现货/先渡与先物套保的长期 Basis Risk 和极端保证金需求仍不能从一季数据完全量化；
- 2026 年股东罢免提案的完整投票结构并非本轮判断必要证据，当前只确认管理层最终未被更换；
- 2026 年 519 高点后的价格回抽尚未完成一次“突破—回抽—驻留—再扩张”的长期确认。

15.3 | 资料与市场边界

- 财务以截至 2026-09-19 可取得的 2027 财年 Q1、2026 财年全年和最新公司 IR 为核心。
- settled Technical 锚定 2026-09-18 东证完整交易日收盘 289 日元；9 月 19 日为非交易日，不制造新的价格确认。
- 当前上市主体 2012 年成立/上市；前身 2006 年以来的历史仅作公司沿革背景，不把重组前旧价格未经调整直接混入当前上市主体的定量 Technical 结论。

- Owner 月线图 attachment 3887 仅为本 Review 公开视觉权威；Technical Research 独立使用真实长期市场历史。
- 市场估值使用 2026-09-18 公开市场快照，未来随价格变化。
- 对电力交易会会计错位，优先采用公司自己披露的调整解释，不把“调整后”误写成法定会计利润。

15.4 | 主要来源索引

1. アストマックス | 公司概况 (2026-06-26)

<https://www.astmax.co.jp/corp/profile.html>

2. アストマックス | 集团沿革

<https://www.astmax.co.jp/corp/history.html>

3. アストマックス | 事業紹介

<https://www.astmax.co.jp/business/>

4. アストマックス | IR 资料室

<https://www.astmax.co.jp/ir/library/>

5. アストマックス | 中期ビジョン 2028

<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS02393/1a4ba91a/b9d5/4583/a3a5/e653ecf4af6f/140120250521560178.pdf>

6. アストマックス | 大股東情况 (2026-03-31)

<https://www.astmax.co.jp/ir/share/shareholders.html>

7. アストマックス | 股東构成

<https://www.astmax.co.jp/ir/share/classification.html>

8. アストマックス | 分红政策

https://www.astmax.co.jp/ir/share/split_dividend.html

9. アストマックス | 公司治理

<https://www.astmax.co.jp/ir/management/governance.html>

10. アストマックス | Sustainability / 人力指标

<https://www.astmax.co.jp/sustainability/>

11. アストマックス | 经营方针与事业风险

<https://www.astmax.co.jp/ir/management/>

12. 2027 财年 Q1 決算短信 (2026-07-31)

<https://financialfilings.com/filings/astmax-co-ltd/interim-quarterly-report/2026/49840181/>

13. 2027 财年 Q1 决算说明资料摘要 / 电力套保时点与分部数据

<https://www.smartstocknotes.jp/2026/09/19/explanatory-material-7162-20260731/>

14. アストマックス | 2026 财年决算短信/IR 履历

<https://irbank.net/7162/140120260515538190>

15. アストマックス | 2026 财年决算说明资料

<https://irbank.net/7162/140120260515538786>

16. アストマックス | 2025 资本业务合作 / 主要股东变动

<https://irbank.net/7162/140120250521560647>

17. アストマックス | 2026-04-08 股东临时总会请求

<https://irbank.net/7162/140120260407599499>

18. 小诸市滋野甲蓄电所项目转让 / 42MW、2027 年 12 月计划运行

<https://maonline.jp/news/20260717c>

19. 小诸蓄电项目约 6.5 亿营业利润披露摘要

https://finance.biggo.jp/news/jpx_tdnnet_140120260717595715

20. Yahoo! ファイナンス | 7162 价格与历史 (截至 2026-09-18 收盘)

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7162.T/history>

21. IRBANK | 7162 长期市场/估值与业绩历史

<https://irbank.net/7162/chart>

22. 経済産業省 | 第 7 次能源基本计划

<https://www.meti.go.jp/press/2024/02/20250218001/20250218001.html>

23. Owner 提供的 7162 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3887。

Publication continuity：本轮形成 7162 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；后续公开交付只走既有 Single Report → WordPress → homepage / Gateway / Permanent / PDF / Timeline / SEO-GEO 路径，不创建第二发布路径。

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。