

8174 日本瓦斯株式会社 (NIPPON GAS CO., LTD.)

Kabugami V3.2 71.87/100 · B+

这家公司是做什么的

日本瓦斯主营LP气和都市气供应，同时向既有家庭客户销售电力，并把智能表、充填配送、保安和业务管理系统等能源运营能力作为平台服务提供给其他能源企业。

最近亮点

2026财年销售约2,084.8亿日元、营业利润约212.8亿、归母净利润约148.2亿；2027财年Q1销售约499.1亿、营业利润约38.4亿，仍为增收增益，但归母净利润约25.9亿、同比小幅下降。Q1 LP气改善和平台业…

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	acb83bf69f074b44fa0a11d1ca0687765ce3adf3
评分版本	V3.2
发布源 SHA	220465b0ff329277db77b634da9f78dc6d290272
交付代码版本 SHA	220465b0ff329277db77b634da9f78dc6d290272
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2026 年 3 月末集团契约超过 206 万件，气客户电气搭售率 2026 年 4 月底 24.4%，公司目标 40%；LP 气配送、充填、智能表、保安和客户管理基础设施已经高度数字化，并逐步向行业外售。2026 财年 ROE 约 22%、ROIC 约 13%，经营现金流约 281.9 亿日元；公司同时维持高分红并持续回购/注销股份。
最需要担心什么	电力零售本质上仍暴露于电源采购、燃料费、天气和客户重定价时滞；2027 财年 Q1 电气毛利同比下降约 46.6%，直接反证“搭售率越高利润必然越高”。能源零售竞争者众多，促销说明获客并非免费；2023 年日本瓦斯因访销不当被消费者厅处以 3 个月部分业务停止，说明销售增长与合规控制必须共同验证。当前高 PBR 也显著放大执行风险。
Kabugami 现在怎么看	8174 最重要的资产不是某一种气体或电力商品，而是已经形成的区域客户入口、LP 气实物配送网络、数字化运营系统和资本效率纪律。Power44 专项确认电力在公司经济系统中是材料性业务：它提高每客户收入和关系深度，2026 年 4 月底已有 24.4%的气客户同时使用电力，公司希望提高至 40%。但 Q1 电气毛利同比显著下降证明，搭售率只是入口，真正创造股东价值的是采购组合、定价、留存和单位毛利。公司过去几年已经把运营效率、ROE 和股东回报做得很强；问题从“公司好不好”转成“当前约 5 倍 PBR 是否已经把这种优秀状态当成长期常态”。因此 B+ 来自高质量经营结构，而不是当前价格仍有厚安全边际。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | Power44 起始问题：电力是客户关系扩张工具，不是独立于气业务的第二家公司

日本瓦斯 2018 年 11 月开始与东京电力合作销售电力。到 2026 年 4 月底，既有气客户中 24.4%已经同时使用公司电力，公司把 40%作为后续目标。

这使电力在公司经济系统中具有真实材料性：已经拥有的气客户本来就有收费、客服、信用与居家接点；把电力放入同一客户关系，可以减少重复获客成本、提高每客户收入，并增加解约时的切换摩擦。

但这种优势只在电力本身不破坏单位经济性时成立。

01.2 | 最关键反证已经出现：Q1 电气毛利同比下降约 46.6%

2027 财年 Q1 集团销售和营业利润仍增长，但电气业务受燃料价格和采购成本影响，毛利同比下降约 46.6%。

这是一条高价值反证：客户数量、搭售率和电量增长不能直接等价为利润增长。

电力零售真正需要研究的是：

公司能否利用既有 206 万以上契约降低获客与服务成本，同时通过采购、定价和需给管理，把搭售规模转化为稳定高于资本成本的增量利润。

01.3 | 当前答案：客户入口是真优势，但电力利润质量仍需跨周期证明

日本电力零售已经高度竞争。经济产业省资料显示，2025 年 3 月末注册小售电气事业者达到 761 家，2024 年 12 月新电力销售量约占市场 17%。

因此日本瓦斯不会因为“能卖电”就自动获得护城河。它的优势来自既有气客户 + 自有运营体系 + 交叉销售，而不是电力商品本身。

当前结论是：电力对客户生命周期价值有明显正贡献潜力，但单位毛利和采购风险决定这个潜力能否成为长期资本回报。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 核心仍是区域能源零售，但经营方法已经从“卖燃料”转向“运营客户与物流网络”

公司成立于 1955 年，当前集团约 1,999 名员工。传统主业包括 LP 气、都市气及相关设备施工。

LP 气业务与普通商品零售不同：公司需要负责采购、充填、配送、容器、安全、抄表、收费和客户服务。每个环节都存在规模经济和路线密度经济。

当客户越集中、配送路线越优化、抄表与保安越自动化，同样一笔毛利需要的人力和物流成本就越低。

02.2 | 206 万以上契约是经营网络，不只是营销数字

2026 年 3 月末集团契约数超过 206 万。公司称其 LP 气零售在关东地区具有最大规模。

这个数字的真正经济意义在于固定运营成本可以分摊在更大客户池，并让公司有条件交叉销售都市气、电力、设备和生活服务。

但客户数本身不保证高利润。如果价格竞争过强、促销成本上升、客户迁移加快，同一客户池也可能成为高维护成本资产。

02.3 | 平台化，是把内部效率变成第二层收入

公司的 LP 气基础设施已高度数字化。智能表端、充填基地、配送节点和业务管理系统实时连接，能够自动抄表、远程开闭栓、取得保安数据并优化配送。

公司不只自己使用这些能力，也试图把充填、配送、保安和系统能力提供给其他 LP 气经营者。

这条路径如果成立，利润来源会从“自己卖更多气”扩展到“帮助行业降低单位运营成本”。它有机会提高资本利用率，同时减少日本 LP 气行业在人手不足下的重复基础设施。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | LP 气仍是经济底盘

LP 气客户需要长期、持续、重安全的实体交付。公司通过“夢の絆・川崎”等大规模充填基地以及配送网络集中化提高效率。

LP 气的特点是客户分散、末端配送复杂，规模和路线密度比单纯采购价更重要。

公司把智能表“スペース蛍”接入客户端，可实现自动抄表、远程开闭栓和保安数据收集，也让配送预测更精细。

03.2 | 都市气扩大可服务市场，但基础导管并不完全由公司控制

在都市气业务中，公司可以利用自由化进行零售竞争，但底层导管通常属于区域导管事业者。

因此都市气不像 LP 气那样能完全靠自有配送网络形成差异；价格、客户体验和交叉销售更重要。

03.3 | 电力主要面向既有家庭客户，降低获客摩擦

电力与气账单高度同质，客户通常不愿频繁研究供应商。对于已经拥有气客户关系的公司，电力可以作为自然的第二产品。

公司也通过切换促销推动增长，例如 2025 年 12 月至 2026 年 4 月的活动，对单项切换提供最高 5,000 日元折扣、气+电双切换最高 10,000 日元。

这验证公司确实在付出获客成本，也提醒研究者：新增合同必须用后续留存与毛利覆盖前端补贴。

03.4 | 低用量客户曾是价格弱点，公司用新套餐补洞

公司 2026 年推出面向低用量用户的“でガ割ライト”等计划。

公开价格比较表也显示，不同用量区间的竞争力并不完全一致；日本瓦斯不是所有家庭场景下都最便宜。

这意味着电力护城河不能写成“低价”。真正可持续的是客户入口、账单组合与运营效率。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 能源零售自由化降低进入门槛，但没有消灭规模经济

电力零售市场有数百家注册经营者，竞争包括传统电力公司、都市气公司、LP 气公司、通信/互联网企业等。

商品本身几乎没有差异，最终竞争集中于采购、品牌、客户入口、账单组合、服务和营销成本。

日本瓦斯的相对优势是已有气客户，不需要从零寻找每一个电力客户。

04.2 | 东京电力合作降低供电基础设施负担，但也说明部分能力是外部依赖

公司从 2018 年起通过与东京电力合作开展电力销售。停电等输配电事故仍由东京电力 Power Grid 等网络公司处理。

这使公司可以专注客户侧与零售，但输配电并不是自有护城河。

研究必须区分“拥有客户”与“拥有电网”。

04.3 | LP 气行业碎片化为平台化创造空间

公司资料指出，关东地区存在数千家 LP 气公司。行业碎片化、人手不足和物流效率问题，使共同充填、共同配送、智能保安和系统外售具备需求基础。

如果其他经营者采用日本瓦斯的运营基础设施，公司就可能从竞争者之间的存量争夺，部分转向行业基础设施收费。

这是比单纯增加自营气客户更值得跟踪的第二层机制。

05 | 护城河判断

05.1 | 护城河来自“密度 + 系统 + 客户入口”，不是燃气和电力本身

气、电都是标准化能源，客户理论上可以切换供应商。

真正难复制的是大规模区域客户密度、LP 气充填与配送设施、长期保安运营能力、智能表与数据链、抄表收费客服后台、以及已经存在的家庭关系。

这些能力叠加后，使每新增一个产品的边际获客/服务成本低于从零开始的纯新进入者。

05.2 | 但切换成本并不等于锁定

电力自由化后客户可以换约，都市气也存在竞争。公司仍使用数千至上万日元级促销吸引转换，说明客户不是不可争夺。

因此护城河属于运营型中强壁垒，不是垄断或网络效应式高经济租金。

05.3 | 平台外售能否形成更强护城河，目前仍在验证

如果其他 LP 气经营者把配送、保安、系统长期放到公司平台上，切换成本会从消费者端扩展到 B2B 运营端。

但平台业务规模仍远小于集团整体，且竞争者也可以数字化。因此当前只给予正面增量，不把它写成已成熟的高毛利 SaaS 护城河。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 利润与资本效率已经显著改善

2026 财年销售约 2,084.8 亿日元，营业利润约 212.8 亿日元，归母净利润约 148.2 亿日元，均处在公司历史高位区域。

ROE 约 22%、ROIC 约 13%，说明公司过去数年通过高利润资产增长和资本结构优化，已经把“资产效率”从口号变成财务结果。

这也是当前市场给予高 PBR 的重要原因。

06.2 | 经营现金流长期为正，而且规模持续提高

2026 财年经营现金流约 281.9 亿日元，投资现金流约-71.6 亿日元，简单差额仍形成约 210 亿日元量级的资金余力。

过去多年经营现金流持续为正并总体上升，这比单年净利润更能支持分红、回购和再投资。

气/电零售会受季节和燃料成本影响，但公司没有表现出长期靠融资维持利润的结构。

06.3 | 2027 财年 Q1 继续增长，但全年度公司仍按减益计划经营

Q1 销售约 499.1 亿日元、同比+8.8%；营业利润约 38.4 亿、+5.0%；经常利润约 38.2 亿、+4.2%；归母净利润约 25.9 亿、-1.4%。

公司上调了上半年利润计划，但全年营业/经常利润仍维持 200 亿日元级预测，低于上一年度。

这提供重要反证：不能把长期高 ROE 简单外推成每年利润都增长。

06.4 | Q1 利润结构显示 LP 气与平台在补电力短板

LP 气利差改善与平台业务增长推动利润，而电气毛利同比显著下降。

这说明集团多业务结构确实提供缓冲，但也说明电力仍未证明穿越采购成本周期的稳定毛利能力。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 资本效率治理明显强于多数传统能源零售商

公司较早清理政策持股，并明确不持有不必要股东资本。治理逻辑与财务结果基本一致：较高 ROE、持续分红、股份回购和注销共同降低闲置资本。

董事会与各类委员会中有较高比例外部成员，制度设计方向正面。

07.2 | 2023 年访销行政处分不能被高 ROE 掩盖

消费者厅 2023 年 5 月对日本瓦斯的电气/气访问销售作出行政处分，命令其在 3 个月内停止部分访问销售业务，并要求构建合规体制和再发防止措施。

监管指出的问题包括勧诱目的的不明示、对已表示不愿签约者继续劝诱、以及对价格作不实告知等。

这些问题发生在客户获取本身，因此与商业模式直接相关，而不是外围治理噪音。

07.3 | 整改机制已经可观察，但仍需长期运行验证

公司当前披露对销售委托方持续开展法律/合规培训，并要求测试合格；2026 财年上半年披露 29 次培训、1,152 名参加者，其中销售员工 785/864 名已参加。

公司还设立销售品质会议分析投诉和异常征兆。

这些是比简单“加强教育”更具体的整改措施。但真正的结论仍需未来多年监管、投诉和销售质量结果验证。

07.4 | 人力结构仍有改进空间

能源配送、保安和现场销售依赖劳动密集型人才。公司通过 DX 降低人力需求是优势，但女性管理层占比等多样性指标仍偏低。

在劳动力收缩的日本，自动抄表、路线优化和共享配送因此不仅是 IT 故事，也是人力供给风险的真实缓解工具。

08 | 资本政策

08.1 | 高分红与回购共同服务“少占资本”策略

公司当前股东回报政策明确强调不持有不必要股东资本，并在新中期计划中把分红置于更重要的位置。

2027 财年原本计划每股 110 日元年股息，高于 2026 财年的 103 日元。

公司过去还持续实施回购并注销股份，因此资本政策不是只靠口号。

08.2 | 1 拆 3 本身不创造价值，但提高交易单位可达性

公司 2026 年 8 月 28 日宣布，以 9 月 30 日为基准日实施 1 拆 3，10 月 1 日起生效。

拆股不会改变总经济价值，也不是 Technical 结构的正面证据。

分红在拆股后调整为中间 55 日元（拆股前）加期末 18.5 日元（拆股后），按拆股前经济口径等价 110.5 日元，反而比原 110 日元略增。不能把名义数字下降误读成减配。

08.3 | 高资本效率也是未来最大的压力来源

当 ROE 已经约 22%、ROIC 约 13%，市场会要求管理层继续找到高回报资产，同时维持高股东回报。

如果未来只能通过更高杠杆或低回报并购维持增长，当前优点会反转成估值风险。

因此下一阶段资本配置的关键不是“还会不会回购”，而是新增资本的边际回报率。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 当前不是传统意义的低估值能源股

9 月 18 日收盘 3,095 日元，公开市场估值约预测 PER 22.6 倍、PBR 约 5.0 倍。

这意味着市场已经在为高 ROE、稳定现金流、资本政策和平台化支付显著溢价。

公司本身的质量可以很好，但“好公司”与“便宜价格”是两个不同判断。

09.2 | 约 3.6%股息率提供现金回报，但不能独自构成安全边际

按拆股前经济等价年股息 110.5 日元计算，当前股息率约 3.57%。

这对持有回报有支持，但当 PBR 接近 5 倍时，股息并不能保护估值倍数收缩。

真正的安全边际来自未来 EPS 增长和资本效率持续，而不是账面资产折价。

09.3 | 估值最敏感的变量是“高 ROE 能否长期化”

如果公司能够长期维持 20%左右 ROE，同时现金流支持分红和平台增长，较高 PBR 可以被时间消化。

如果 ROE 回落到传统公共事业/能源零售的中低水平，当前 PBR 会显得昂贵。

因此当前估值要求投资者对公司经营纪律做出较强信任假设。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1 | Technical Question：2,600—3,100 日元能否成为可重复的新高位状态，而不是第二次高位脉冲

日本瓦斯长期历史显示，2014 年前股价主要处在 500 日元以下低位；2014 以后发生大幅重估，2018 年一度冲到约 2,190 日元，但随后 2019 年又回到约 842 日元。

因此这只股票历史上已经出现过一次“冲得很高、又被旧状态重新吸回”的失败脉冲。

2020 以后结构发生变化：低点逐年上移，2021 约 1,334、2022 约 1,422、2023 约 1,689、2024 约 1,999、2025 约 2,107，2026 年内低点进一步抬到约 2,652 日元。

当前 Technical Question 是：

这次 3,000 日元附近的高位，是否已经由连续抬升的价格重心支持，足以摆脱 2018 式“脉冲后完全回吐”的旧路径。

10.2 | Chart Truth：当前上移不是一根 K 线，而是多年最低点和运行中心一起抬升

2025 年股价年度涨幅约 37%，2026 年 3 月 2 日盘中高点约 3,167 日元，6 月 8 日年内低点约 2,652 日元，9 月 18 日收 3,095 日元。

最重要的不是 3,167 这个绝对高点，而是回撤后没有回到过去 1,000—2,000 日元旧区域。

相较 2018 高点后重新跌回 800 多日元，当前 Return Topology 已经显著改善。

10.3 | Failed Pulse Memory : 2018 年的失败让“突破”本身不够

2018 年的 2,000 日元上方脉冲最终被旧状态重新吸收，因此 Kabugami 不能因为 2026 再次站到 3,000 附近就直接宣布新状态永远成立。

真正不同的证据是：2020 以后每一轮显著低点都更高，尤其 2024—2026 的回撤底部从约 2,000 进一步上移到 2,650 附近。

旧的低位价格吸引区正在明显失去重新吸收价格的能力。

10.4 | 当前重心很高，结构质量强，但执行缓冲薄

9 月 18 日收 3,095，距离年内高点 3,167 只有约 2%。

因此 Technical 强，并不等于当前买入风险低。

当前属于高位组织阶段：如果未来明显回撤仍能在 2,650—2,800 区域完成重新组织，再次向 3,000 以上扩张，才会为新高位状态增加最有价值的确认。

10.5 | 价格对坏消息的恢复速度是正面证据，但不能拿基本面替代价格

2026 年 4 月底财报后股价曾从接近 2,900 区域回落到 2,600 多日元，但之后重新恢复到 3,000 以上。

这里的 Technical 证据不是“业绩好”或“分红增加”，而是价格在受到信息冲击后没有重新落入旧中心，并较快恢复高位。

这属于坏消息吸收/高中心保留证据。

10.6 | 1 拆 3 只是坐标变化，不是相变

10 月 1 日生效的 1 拆 3 会机械降低单股显示价格，但不会改变市值、价格记忆或长期结构。

Technical 历史应使用复权/一致口径，不能把拆股后的名义价格跳变当成突破或暴跌。

10.7 | 当前 Technical State 与证伪条件

当前纯价格结论：

2018 式失败脉冲的历史记忆仍值得尊重，但 2020 以后价格重心和回撤底部持续上移，2026 年 6 月 2,652 附近回撤后又回到 3,000 以上，说明旧的 800—2,000 日元状态已经明显失控；新高位状态具有较强成立证据，但仍需要一次更有意义的深回抽保留来确认 3,000 附近不是高位过冲。

下一确认：

- 明显回撤后 2,650—2,800 区域仍能被保留；
- 3,000 附近形成重复停留而非短促尖峰；
- 再突破 3,167 后，回抽不重新掉回旧平台。

结构性证伪：持续跌破 2,400 并进一步重返 2,000 附近，会显著削弱当前迁移质量；若长期回到 1,500—2,000 旧中心，则应重新考虑 2018 式再吸收是否复现。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 电力采购与售价重定价错配

电力零售规模越大，采购结构越重要。燃料、批发市场或外部电源成本快速上升，而客户价格调整滞后时，电量增长反而可能放大利润波动。

2027 财年 Q1 电气毛利下降就是当前最直接的反证。

11.2 | 获客成本上升可能吞掉搭售价值

促销补贴能够提高切换率，但如果客户留存时间不足或竞争者持续加码补贴，初始折扣会降低生命周期价值。

搭售率从 24.4% 升向 40% 的同时，必须跟踪单位毛利和解约率。

11.3 | 传统 LP 气需求长期受人口与脱碳压力

人口减少、住宅节能、电气化会压低部分传统气需求。

公司的应对是提高客户数、运营效率、平台外售和多产品搭售。长期逻辑成立的条件是这些增量超过结构性需求下降。

11.4 | 销售合规再发是治理证伪条件

2023 行政处分发生在客户获取活动本身。未来如果再次出现类似监管处分、系统性不当劝诱或大量投诉，当前对整改有效性的判断需要下修。

11.5 | 估值压缩风险

当前约 5 倍 PBR 隐含高资本效率长期持续。如果盈利短期下降被市场重新解释成 ROE 结构性回落，估值压缩可能比利润下降本身更影响股价。

11.6 | 主要催化剂

- 电气搭售率继续提高且电气毛利恢复；
- 平台业务外部客户和毛利持续增长；
- LP 气客户密度继续提高而配送/保安成本下降；
- FY2027 全年利润超越当前保守计划；
- 股东回报持续增长且不依赖过度杠杆；
- 合规整改得到持续无重大再发的运行验证；
- 股价深回抽仍能保留 2,650—2,800 新中心。

12 | 反常识发现

12.1 | “24.4% 电气搭售率”真正重要的不是增长，而是客户获取成本重用

很多新电力公司必须先花钱找到客户，再卖电。

日本瓦斯已经为气业务建立收费、客服、信用和家庭接触点。把电力放进去，相当于复用原来的客户获取与服务成本。

所以电力业务的优势首先是分母复用，不是电本身更便宜。

12.2 | 但 Q1 毛利下降证明“交叉销售”也可能交叉传播风险

同一客户关系可以提升收入，也可能把电力采购波动带入原本稳定的气客户组合。

这意味着平台化不是无风险多元化；每个新增产品都必须有自己的单位经济性。

12.3 | 日本瓦斯最值得外售的可能不是能源，而是“运营方法”

智能表、配送优化、共同充填、保安和后台系统都来自公司自己解决 LP 气高人工、高物流成本问题。

如果行业内其他小型经营者愿意付费使用这些能力，公司就可以在不拥有全部终端客户的情况下分享行业效率提升收益。

这比继续单纯打价格战抢气客户，更可能改善长期 ROIC。

12.4 | 约 5 倍 PBR 并不与 3.6%股息率矛盾，但代表两种市场预期同时存在

市场一方面把公司当高资本效率成长/复利资产，给予高 PBR；另一方面公司又用高分红返还大量现金。

这要求经营层同时维持增长、ROE 和现金回报。如果任何一端失速，当前估值逻辑都会更脆弱。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 第一优先：电气搭售率 × 单位毛利，而不是只看契约数

需要一起观察气客户电气搭售率、新增/流失电力客户、电气毛利、采购成本与燃料费调整、促销获客成本、单客户生命周期价值。

如果搭售率上升而电气毛利长期不恢复，则“客户池复用”没有完整转成股东价值。

13.2 | 第二优先：平台业务是否从内部效率工具变成可规模化外部利润

跟踪第三方 LP 气公司采用充填、配送、智能保安和系统服务的客户数、收费方式、续约和平台毛利。

当前最大 UNKNOWN 是平台外售的独立利润结构和资本回报。

13.3 | 第三优先：FY2027 减益计划是否只是保守基准

Q1 集团利润仍增长且上调上半年计划，但全年仍维持减益预测。

Q2 以后需要分解 LP 气利差、电力采购、平台增长以及费用控制，判断全年 200 亿营业/经常利润是否仍偏保守。

13.4 | 第四优先：高 ROE 下新增资本的边际回报

ROE 约 22%、ROIC 约 13% 已经很高。下一轮并购、平台投资和基础设施投资必须至少避免显著稀释这些水平。

资本政策评分能否继续维持高位，取决于新增资本而不是历史回购。

13.5 | 第五优先：销售合规运行结果

继续跟踪监管处分、投诉、销售品质会议、委托销售培训和内部监控。

若多年无重大再发，可逐步降低 2023 事件的治理权重；若再发，则需要把它视为系统性销售文化问题。

13.6 | Technical 下一确认

观察 2,650—2,800 区域在下一次深回抽中的保留质量，以及 3,000 附近是否形成重复停留。拆股后全部价格比较需要用复权一致口径。

14 | Kabugami Score 评分卡

模块	权重	判断分	加权贡献	当前判断
财务韧性与下行防御	13	75	9.75	长期强经营现金流、约 41%权益比率、能源组合和客户规模提供缓冲；电力采购、燃料价格及较高股东回报使现金流纪律仍需持续。
竞争优势与结构耐久性	14	70	9.80	206 万以上契约、LP 气物流/保安网络和数字化运营形成真实规模经济；能源商品可替代、客户仍可切换，经济租金并非无限。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	78	13.26	FY2026 ROE 约 22%、ROIC 约 13%、经营现金流约 282 亿，现金与资本效率很强；FY2027 计划减益和电气毛利波动限制更高分。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	76	8.36	气客户、电力搭售、智能表、配送与平台形成互补结构；仍依赖能源采购、监管和关东客户基础。
估值与安全边际	15	45	6.75	约 22.6 倍 PER、约 5 倍 PBR 已显著反映高 ROE 与治理信用，股价亦靠近历史高位；股息提供回报但估值缓冲有限。
资本配置与股东回报	10	90	9.00	明确“不持有不必要资本”、高分红、持续回购/注销与政策持股清理高度一致；未来关键是维持高 ROIC 而非继续机械加杠杆。
治理、所有权与管理层	7	65	4.55	外部治理结构和资本纪律正面；2023 访销行政处分是硬反证，当前培训/销售品质控制需继续由多年无

Kabugami 技术结构	13	80	10.40	再发证明。 多年价格重心与低点连续抬升，2026 年 2,652 回撤后重返 3,000 以上，明显优于 2018 失败脉冲；但接近历史高位，仍缺一次更深回抽的高位保留验证。
总分	100		71.87	B+

14.1 | 为什么是 B+

8174 具备少见的“成熟能源零售 + 高资本效率 + 强现金流 + 明确股东回报 + 真实数字化运营能力”组合，经营质量明显高于普通商品型能源零售商。

但当前估值已经把很多好消息资本化，电力毛利又提供了重要周期反证，2023 销售合规事件仍需时间消化。因此当前是高质量公司、有限价格安全垫的 B+，不是靠低估值获得的 B+。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance / 风险声明

本报告仅用于研究、信息整理和历史 Review 记录，不构成投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价、收益保证或适合任何特定投资者的个别意见。

能源价格、电力采购、监管、客户迁移、资本市场估值和股价 Technical 结构均可能快速变化。本 Review 使用截至 2026-09-19 合理可获得的信息；由于 9 月 19 日为非完整交易日边界，本轮 settled Technical 观察锚采用 2026-09-18 东证完整交易日收盘。10 月 1 日生效的 1 拆 3 属于名义价格尺度变化，历史 Technical 需要使用复权/一致口径。

Power44 的临时电力研究方向只作为 Open Discovery 起始 VOI 假设；本轮最终判断仍由公司整体经济系统、完整 Coverage³⁵、独立 Technical、Synthesis 和 V3.2 Score 共同形成。电力业务没有获得额外 Score 权重。

15.2 | 主要来源

1. 日本瓦斯 | 会社概要 / 事業内容

<https://www.nichigas.co.jp/corporate/aboutus>

2. 日本瓦斯 | ニチガスの取り組み / 契約数・电气搭售率

<https://www.nichigas.co.jp/corporate/business>

3. 日本瓦斯 | IR / 2027 年 3 月期 Q1 与 2026 年 3 月期決算

<https://www.nichigas.co.jp/ir/>

4. 日本瓦斯 | 株主還元の方針

<https://www.nichigas.co.jp/ir/stock/policy>

5. 日本瓦斯 | コーポレート・ガバナンス

<https://www.nichigas.co.jp/ir/management-policy/governance>

6. 日本瓦斯 | 内部統制・Compliance

<https://www.nichigas.co.jp/sustainability/governance/compliance>

7. 日本瓦斯 | ガバナンス改革

<https://www.nichigas.co.jp/sustainability/governance/reform>

8. 日本瓦斯 | 夢の絆・川崎

<https://www.nichigas.co.jp/for-company/dx/kawasaki>

9. 日本瓦斯 | スペース蛍

<https://www.nichigas.co.jp/for-company/dx/space-hotaru>

10. 日本瓦斯 | スマート保安

<https://www.nichigas.co.jp/for-company/dx/smart-hoan>

11. 日本瓦斯 | 地域社会の基盤づくり / LP 気行业基础设施共享

<https://www.nichigas.co.jp/sustainability/community/safety>

12. 日本瓦斯 | でガ割 55 キャンペーン (2026-03-12)

<https://www.nichigas.co.jp/for-home/important-news/js-8u6e4e-b>

13. 東京電力エナジーパートナー | 日本瓦斯との提携

https://www.tepco.co.jp/ep/notice/pressrelease/2018/1482321_8663.html

14. 資源エネルギー庁 | エネルギー白書 2025 / 電力小売自由化

<https://www.enecho.meti.go.jp/about/whitepaper/2025/html/2-6-1.html>

15. 消費者庁 | 訪問販売業者「日本瓦斯株式会社」に対する行政処分 (2023-05-25)

<https://www.caa.go.jp/notice/entry/033409/>

16. 日本瓦斯 | TCFD / 気候変化リスクと治理

<https://www.nichigas.co.jp/sustainability/decarbonization/tcfd>

17. Yahoo!ファイナンス | 8174 決算 / 配当 / 株价时序

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8174.T/financials>

18. Yahoo!ファイナンス | 8174 株价时序

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8174.T/history>

19. みんかぶ | 8174 2026-09-18 估值与收盘

https://minkabu.jp/stock/8174/daily_valuation

20. 株探 | 8174 长期年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/8174/historical_prices/yearly/

21. みんかぶ | 日本瓦斯 1 拆 3 与实质增配 (2026-08-28)

<https://minkabu.jp/news/4607029>

22. Owner 提供 8174 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3896；依据 Power44 CURRENT MAP 已由现有 WordPress Owner Images INBOX 读取得到并按图像内容验证 Ticker↔Attachment 映射，正式 HANDOFF 携带既有 Single Report Owner Media 控制，由 /owner-media/assign 同轮绑定为 Section 10 公开视觉权威。

15.3 | 重要 Research Debt

- 电力零售采购结构中长期合同、市场采购、自有/合作电源的精确比例；
- 电气客户的解约率、实际促销后生命周期价值和单位电量毛利；
- 电气搭售率从 24.4% 提升至 40% 时，新增客户的边际获客成本是否上升；
- 平台业务外部客户数、合同期限、独立毛利率与资本占用；
- 206 万契约中 LP 气/都市气/电力的重叠关系和区域获客效率；
- FY2027 全年度减益计划相对 Q1 进展的保守程度；
- 高 ROE/ROIC 能否在未来并购和平台投资扩大后维持；
- 2023 访销行政处分之后，投诉、监管和委托销售管理的多年运行结果；
- 拆股后使用复权一致口径观察 2,650—2,800 原口径区域是否继续成为高位回抽吸收区。

这些 UNKNOWN 均保留为下一次 Review 入口，没有被假定成正面或负面事实。

Publication continuity：本轮形成 8174 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；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。