

9436 沖縄セルラー電話株式会社 (Okinawa Cellular Telephone Company)

Kabugami V3.2 77.88/100 · A

这家公司是做什么的

沖縄セルラー在冲绳经营au等移动通信、光纤宽带和法人ICT服务，并通过集团拓展数据中心、生活服务、电力零售及其他地区数字化解决方案。

最近亮点

2027财年Q1营业收入220.07亿日元、同比+6.8%，营业利润58.30亿日元、同比+25.6%，归母净利润40.59亿日元、同比+24.1%；营业利润率约26.5%，明显高于上年同期约22.5%。公司仍维持全年营业收入…

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	2c1c932a06a859faad9e5bb8bc712550a2201032
评分版本	V3.2
发布源 SHA	4fb629e3cd7c9a657dfbf0f0e0dd3ce7cd5b2b5c
交付代码版本 SHA	4fb629e3cd7c9a657dfbf0f0e0dd3ce7cd5b2b5c
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2026 财年营业收入 863.48 亿日元、营业利润 186.93 亿日元、归母净利润 132.17 亿日元；经营现金流 163.29 亿日元、自由现金流约 109.52 亿日元、自己资本比率 82.2%，有息负债极低。移动通信、光纤、法人解决方案和生活服务都建立在同一个地区客户关系上，公司同时维持长期增配与持续回购。
最需要担心什么	当前最大风险不是资产负债表，而是价格与盈利增长的错位：预测 PER 约 31 倍、PBR 约 4.1 倍已明显高于公司过去多数历史估值区间。Q1 利润增速部分来自通信设备使用费等成本下降及追溯性精算影响；全年指引仍只假设营业利润约 +2.2%。KDDI 持股 54.32%，网络、品牌、终端与集团协同形成优势，也构成母公司依赖与少数股东治理约束。
Kabugami 现在怎么看	沖縄セルラー是一家稀缺的“高盈利地区通信基础设施 + 本地客户入口”公司。其真正优势不是某一个通信套餐，而是长期在冲绳积累的移动客户、光纤、门店、法人关系、灾害运维能力与 KDDI 技术/品牌体系可以反复用于交叉销售。Power44 专项确认，电力零售已经从代理型业务向公司取得小售电资质、参与采购到交付的一体化模式演进，au でんき约 8.4 万件客户使它成为真实的客户 LTV 与家庭账户入口；但电力采购结构、迁移客户比例和单位毛利披露不足，当前还不能把电力包装成第二利润支柱。A 评分来自财务韧性、结构耐久性、资本纪律与强 Technical，而不是当前估值便宜。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：地区通信护城河能否长成更大的生活与企业平台，并消化已经前置的估值

沖縄セルラー的传统投资逻辑很清晰：冲绳地区通信市场、KDDI 体系、稳定现金流、持续分红。

但当前股价已经不是过去低估值电信股的状态。2026 年 9 月股价来到 4,450 日元附近，PBR 约 4.1 倍，市场已经提前为稳定增长、资本回报和增长领域支付明显溢价。

因此本轮真正的投资问题变成：

沖縄セルラー能否把地区移动客户基础转成光纤、法人解决方案、电力、数字化和新生活服务的持续增量，使正常化 EPS 增长追上已经显著扩张的估值，而不是主要依靠市场继续给更高倍数。

01.2 | 当前答案：经营质量高，增长方向真实，但赔率已经明显收窄

2026 财年营业收入 863.48 亿日元、营业利润 186.93 亿日元，营业利润率约 21.6%；2027 财年 Q1 收入同比+6.8%，营业利润同比+25.6%。主营不是停滞的高股息资产，而是在成熟通信市场里持续增长。

与此同时，公司自己对全年仍只给出营业利润 191 亿日元、同比约+2.2%的预测。这说明 Q1 的 26.5% 利润率不能机械外推全年。

当前判断因此是：公司质量和结构继续改善，但估值已经从安全边际问题变成执行要求问题。

01.3 | 什么会让判断进一步改善

最重要的不是再看到一季“增收增益”，而是看到以下至少一条持续兑现：

- 移动综合收入和法人解决方案保持高于市场的增长；
- FTTH 与 10G 带来更高家庭份额而不是单纯用户迁移；
- 电力及其他生活服务提高客户留存/LTV，并产生可识别的增量利润；
- 2030 EPS 增长 30%以上目标的实现路径逐渐从口号变成正常化利润；
- 估值回落而经营质量没有恶化。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 核心不是“卖手机”，而是经营冲绳本地通信关系

沖縄セルラー 1991 年创立，长期以冲绳县为主要经营区域。移动通信是最大客户入口，公司同时经营 FTTH、法人网络/云/ICT、数据中心相关能力以及生活服务。

客户支付的本质是连接能力、服务可用性、网络质量和持续账户关系。移动业务创造高频关系，光纤把公司嵌入家庭，法人通信和 IT 把关系扩展到企业运营，电力等服务则尝试提高同一客户的账户价值。

02.2 | 地区化使规模看起来小，但客户密度和运营聚焦很高

集团营业收入不到 1,000 亿日元，和全国三大通信集团不能按绝对规模比较。

但经营范围集中在冲绳意味着网络建设、渠道、品牌、客服和灾害响应都围绕同一地区反复复用。公司招聘材料称其县内移动份额超过 50%；这个数字是公司口径，不作为独立市场份额证明，但与长期低流失率、用户规模和 KDDI 体系共同说明其本地市场位置具有经济意义。

02.3 | KDDI 是优势来源，也是结构依赖

截至 2026 年 3 月末，KDDI 持有 50,143,164 股，占扣除自有股后的 54.32%，沖縄セルラー属于 KDDI 集团。

KDDI 体系提供 au 品牌、终端、技术、全国网络与采购/运营协同，使一家地区公司无需独自承担全国型运营商全部研发和品牌成本。

反过来，这也意味着设备、服务、品牌和集团交易不是完全独立市场关系。对少数股东而言，母公司控制既是护城河的一部分，也是必须持续观察的治理边界。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 移动通信仍是利润底盘

2027 财年 Q1 移动综合收入约 120.83 亿日元，同比+8.3%；移动契约总数约 70.22 万，季度净增约 3,300 件。

成熟电信市场里，用户数本身不会无限增长。更有价值的是 ARPU/综合收入、低流失、附加服务和同一账户的复用。

Q1 churn 约 1.09%，同比改善约 0.02 个百分点，并连续三个季度改善。这个绝对流失率不是“零切换”，但说明竞争并没有让客户基础快速流失。

03.2 | FTTH 是家庭账户深度的第二支柱

Q1 FTTH 契约约 13.34 万，季度净增约 900；公司同时推动 10G，10G 开通用户同比约 10 倍。

光纤的意义不只是增加一个通信收入项目。家庭已经使用同一公司的移动与固定网络后，账单关系、门店/客服入口、家庭设备和优惠组合都会增加交叉销售能力。

需要反向观察的是：2026 财年全年 FTTH 净增比前一年下降约 27%，移动净增也下降约 30%。存量质量强，不代表新增客户获取永远容易。

03.3 | 法人业务是最值得验证的增长池之一

公司把企业网络、云、系统、数据中心、DX 等作为增长领域。Q1 披露包括冲绳振兴开发金融公库网络运用等案件。

相比消费者移动，法人解决方案的潜在价值在于客单价更高、合同更复杂、迁移成本更高，也可能把单纯线路收入转成集成/管理型收入。

但当前公开材料仍不足以拆出法人解决方案的独立营业利润率、续约率和投入资本回报。这仍是 Research Debt。

03.4 | 供应链依赖更像集团生态而不是传统制造业供应商

冲绳セルラー没有制造业式原材料瓶颈，关键依赖来自网络设备、频谱/监管、KDDI 集团平台、终端设备、光纤基础设施、电力和灾害物流。

真正需要管理的是网络可靠性与灾害恢复。冲绳多岛屿、台风频繁，使备用电源、燃料、海底线路、卫星和跨运营商恢复能力成为服务质量的一部分。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 竞争对手是全国运营商，但冲绳セルラー拥有地区型运营优势

客户仍可选择 NTT Docomo、SoftBank、Rakuten 以及 MVNO，因此冲绳セルラー不存在垄断。

它的差异化来自两层：全国层面复用 KDDI 的产品/技术/品牌，地区层面自己经营冲绳网络、门店、法人关系与灾害响应。

这使它不必在全国规模与地区适配之间二选一。

04.2 | 本地关系会形成摩擦成本，但不是硬锁定

移动号码可携、资费趋同和设备标准化降低了技术切换成本。

真正的留存更多来自家庭组合、门店服务、网络体验、光纤、电力/积分、企业网络及地区品牌，而不是“客户无法离开”。

因此护城河应理解为关系密度与运营整合带来的温和但重复摩擦，而不是不可跨越的技术壁垒。

04.3 | 冲绳电力既是股东，也曾是电力业务关键合作方

截至 2026 年 3 月末，冲绳电力持有约 2.05% 股份。

历史 au でんき采用冲绳电力供电、冲绳セルラー作为业务入口的合作模式；2025 年公司取得小售电资质后，新方案向自有小售电角色演进。

这显示电力不是与通信毫无关系的新项目，而是建立在地区产业关系和原有客户入口上的业务延伸。

05 | 护城河判断

05.1 | 护城河强度：强，但主要是地区运营与客户关系护城河

本轮判断为强地区型护城河。

支撑来自：

- KDDI 品牌、技术和产品生态；
- 冲绳本地长期网络建设；
- 公司口径超过 50% 的地区移动份额；
- 约 70 万移动契约与 13 万以上 FTTH 客户；
- 低流失率与长期渠道关系；
- 台风、离岛场景下的本地运维体系；
- 消费者与法人之间可共享的地区客户入口。

05.2 | 最强反证：通信服务仍高度可替代

全国竞争者都能提供移动、光纤、积分和终端套餐。

移动号码可携进一步降低账户迁移成本。如果未来网络体验差距消失、价格竞争升温或 KDDI 集团产品优势下降，本地身份本身不能阻止客户切换。

因此护城河的检验指标应是流失率、移动综合收入、家庭多产品渗透、法人续约与利润率，而不是品牌口号。

05.3 | 灾害韧性是服务护城河的一部分，但不是“不会停机”

公司公开说明在台风前会进行基地局检查、备用电源、燃料和恢复部署，并采用卫星等手段增强离岛恢复能力。

2026 年 8 月台风 18 号期间伊平屋村仍发生过通信服务受影响并随后恢复。这正好说明灾害韧性的真实含义不是零故障，而是减少故障范围并加快恢复。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 利润率高且长期稳定增长

2026 财年营业收入 863.48 亿日元、营业利润 186.93 亿日元，营业利润率约 21.65%。过去多年收入和营业利润总体呈稳定抬升。

这种利润率来自通信存量收入、地区网络规模经济和低财务负担，不是一次性资产处置堆出来的年度盈利。

06.2 | Q1 增长很强，但利润率提升不能全部视为结构性

2027 财年 Q1 营业收入 220.07 亿日元，同比+6.8%；营业利润 58.30 亿日元，同比+25.6%，营业利润率升至约 26.5%。

增长来自移动综合收入和设备销售等；成本端还受到通信设备使用费下降、包括追溯性精算在内的其他费用改善影响。

因此 Q1 同时包含真实主营增长 + 成本改善。如果把 26.5% 直接当成全年新常态，会高估盈利能力。

06.3 | 公司全年预测本身提供了重要反证

公司维持 2027 财年营业收入 900 亿日元、营业利润 191 亿日元、归母净利润 132.5 亿日元预测。

相较 2026 财年，这意味着收入约+4.2%、营业利润约+2.2%、净利润大致持平。

管理层没有因为强 Q1 同步大幅上调全年，说明后续季度的成本和增长节奏仍有不确定性。

06.4 | 现金转换是这家公司真正的高质量部分

2026 财年经营现金流约 163.29 亿日元，投资现金流支出约 53.77 亿，自由现金流约 109.52 亿。

设备投资约 65.25 亿日元，低于经营现金流，说明网络投资之后仍有充分现金可用于增长投资、回购与分红。

通信公司常见问题是“会计利润很好但资本开支吞掉现金”；冲绳セルラー当前没有显示出这种压力。

06.5 | 资产负债表接近防守型

2026 财年末总资产约 1,204.57 亿日元，净资产约 1,019.14 亿日元，自己资本比率 82.2%。有息负债极低。

这意味着利率上升和再融资不是当前主要风险，也给战略投资和股东回报留下空间。

代价是：如此高质量资产负债表也已经被市场用高 PBR 定价。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | KDDI 54.32% 控制是最重要的所有权事实

截至 2026 年 3 月 31 日，KDDI 持股 54.32%，对公司具有控制权。

少数股东的正面是可以分享 KDDI 体系产品、技术和采购规模；负面是关联交易、战略方向和资本配置不能完全按独立公司的博弈框架理解。

07.2 | 地区股东结构强化本地网络，但也使公司具有半公共基础设施色彩

冲绳电力和琉球放送各持约 2.05%。

这些持股并不自动创造利润，却反映公司和地区基础设施、媒体、政企生态之间的长期关系。

07.3 | 治理需要关注“控股股东下的少数股东保护”而不是形式独立性

公司建立外部董事、提名/报酬治理机制，并在管理层激励中导入 ROE、相对 TSR 和地区价值等指标。

但对这类控股子公司，最重要的问题仍然是关联交易是否公平、资本回报是否持续惠及全部股东，以及增长投资是否以独立经济回报为前提。

当前没有发现需要下调到弱治理的重大证据，但母公司控制使治理评分不会与完全独立、股东结构分散的优质公司等同。

08 | 资本政策

08.1 | 长期连续增配是非常强的股东回报记录

公司以稳定分红为基本方针，并长期持续提高分红。2027 财年当前年度股息预测 70 日元（按 2025 年 10 月 1 日 2 折 1 后的口径）。

市场资料与公司披露显示，公司正在延续超过二十年的连续增配轨迹。

08.2 | 回购不是偶发动作

2026 财年公司完成约 50 亿日元级别股份回购；2026 年 5 月又决定新的最多约 50 亿日元回购额度。

在高现金创造、低负债背景下，回购和分红并不明显挤压基础设施投资。

但是当前 PBR 约 4.1 倍，回购的价值创造逻辑与低 PBR 时期不同。高估值回购更需要依赖持续 EPS 增长，而不是天然增厚账面价值。

08.3 | 2030 资本配置的关键是增长投资回报率

OCT VISION 2030 明确提出增长领域、新业务的战略投资，同时用有影响力的股东回报提高资本效率，并目标到 2030 财年收入 1,000 亿日元、EPS 较 2024 财年增长 30% 以上。

这意味着未来的争议点将从“会不会还股东钱”转向“增长投资的 ROIC 够不够高”。

若解决方案、电力、医疗等新业务只是把高回报通信现金流投向低回报邻接业务，估值溢价就会受损。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 公司质量高，但当前估值已经非常不便宜

9 月 18 日收盘 4,450 日元，Yahoo 口径预测 PER 约 30.9 倍、PBR 约 4.13 倍。

以公司 2027 财年归母净利润 132.5 亿日元预测和当前约 4,100 亿日元市值估算，结果也大致落在 30 倍左右盈利倍数。

对于收入增速约 4%、全年营业利润预测约+2%的公司，这一倍数要求未来增长领域必须明显加速，或者市场长期愿意为高确定性支付高溢价。

09.2 | PBR 扩张已经把“高 ROE”提前资本化

公司 2026 财年 ROE 约 13.5%，本身很优秀。

但 4 倍以上 PBR 意味着投资者不是只购买当前 ROE，而是在购买 ROE 长期保持、EPS 持续增长、资本政策持续友好、护城河不被侵蚀的一整套未来假设。

其中任何一条明显变弱，都可能先压缩估值，再影响股价，即便会计利润仍增长。

09.3 | 历史估值提供的不是目标价，而是赔率背景

过去十多年公司 PBR 多处在明显低于当前 4 倍以上的区域，2025 年末附近约 2 倍，2026 年内又明显扩张。

历史倍数不能机械当“合理价值”，因为公司质量、分红、股本和增长预期都在变化。

但它清楚说明：当前价格已经包含一次显著重估，不再是低倍数等待价值发现。

09.4 | 安全边际主要来自业务质量，不来自价格折价

资产负债表、现金流、客户基础给出了很强的经营安全边际。

但价格安全边际较弱。当前投资者更依赖“公司继续做对事”，而不是依赖“市场严重低估资产”。

这就是本轮 Action 为重点观察而不是单纯根据 A 评分给出更积极执行结论的原因。

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 指定 WordPress Owner Media attachment 3898。该图是 Section 10 公开视觉权威；Technical 判断同时基于更长周期的真实历史价格，不以单张图替代价格研究。

10.1 | Technical Question：多年上移之后，这是成熟的新价格状态，还是被估值扩张推得过快的高位加速

沖縄セルラー的长期价格史有两个明显阶段。

较早阶段存在更强脉冲性：2000 年前后、2003 年和 2007 年前后出现过明显大涨/深回撤，2007 年高点后 2008 年低点约 342 日元（按当前复权口径）显示旧状态仍会强烈重新吸收价格。

2013 年之后结构改变。更重要的是 2020 年以来，年度低点和收盘价格都开始持续抬升，而不是冲高后回到旧区间。

所以当前 Technical 的核心问题已经不是“底部形成了吗”，而是：这个已经成立的高位新状态，还需要怎样的回抽/停留证明，才能区分健康迁移和过度加速。

10.2 | Chart Truth：年度价格中心连续迁移是最强证据

复权年线显示：

- 2020 年低点约 770、收盘约 1,112；
- 2021 年低点约 1,115、收盘约 1,277；
- 2022 年低点约 1,215、收盘约 1,453；
- 2023 年低点约 1,439、收盘约 1,692；
- 2024 年低点约 1,667、收盘约 2,175；
- 2025 年低点约 1,960、收盘约 2,832；
- 2026 年截至 9 月低点约 2,815、高点 4,505，9 月 18 日收盘 4,450。

这不是一个突破点，而是一连串低点、收盘和活跃价格中心同时上移的证据。

旧的 1,000—2,000 日元价格状态已经明显失去重新吸收价格的能力。

10.3 | Return Topology：2025 年以来的离开被保留，但 2026 最新加速还缺一轮完整回抽

2025 年最高约 2,875、年末约 2,832；2026 年低点约 2,815，意味着跨年后并没有重新跌回 2024 年的旧中心。

这是很强的“离开旧状态后被保留”证据。

但 2026 从约 2,815 一路推升到 4,505 的最新加速仍接近进行时。价格目前停留在历史高位附近，还没有经历足够深、足够长的一次完整回抽来证明 4,000 日元以上已经像此前 2,000—3,000 区间一样成为可重复的新中心。

因此：新状态已经成立；最新一段上冲的长期居住质量仍待验证。

10.4 | Damping / Restoring：下跌的旧恢复力显著变弱，上行恢复更快

过去的大幅上冲经常伴随深度回落。

2020 年以来则表现为：回撤低点逐年抬高，回撤后重新创新高的时间缩短，说明旧低价区对价格的恢复力持续下降。

最近 9 月从 4,000 日元附近继续向 4,500 推进后，9 月 17 日高 4,505、9 月 18 日仍收 4,450，暂时没有出现快速回收旧区间的迹象。

但这种“高位不回”的正面信号也会带来另一个问题：过快迁移会降低新资金的赔率。

10.5 | Memory：长期记忆已经完成大幅重构

当前价格相对 200 日均线约 3,483 日元高出约 28%，说明中长期记忆中心仍明显低于现价并继续向上追赶。

这不是空头证据。相反，它说明过去低价历史对当前交易区的约束已经显著减弱。

但价格与长期记忆中心之间距离过大时，未来即使不改变长期多头状态，也可能通过横盘或回撤让记忆中心追上。

10.6 | Compression：当前不是低波动底部压缩，而是高位扩张后的短期保留

当前不属于 Kabugami 偏好的“月线底部长时间压缩、接近历史低位”的类型。

它是已经完成多年中心迁移后，又在 2026 明显加速的高位结构。

所以技术优势与执行赔率必须分开：结构强不等于当前位置便宜。

10.7 | 事件响应：强 Q1 后价格继续被保留，但事件不是 Technical 原因

7 月底公布 Q1 强劲增长后，价格随后在 8—9 月继续上移并刷新历史高位，说明市场没有把 Q1 解读成需要立即均值回归的孤立好季度。

这里的技术证据是价格对信息的保留行为，不是“Q1 导致上涨”的因果断言。

同样，如果后续利润指引不变或出现轻微负面而价格仍守住新中心，其信息价值会高于再出现一次好消息冲高。

10.8 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State 定义为：

长期旧状态已经明显失去控制，2020—2025 形成的阶梯式价格中心迁移具有高可信度；2026 加速把价格推入历史新高区域并保持强势，但最新高位尚未经过一次足够有信息量的回抽/重组测试。状态偏强，位置偏热。

Technical Confidence：HIGH。

10.9 | 下一次最有信息价值的价格证据

下一阶段最值得观察的不是再创新高本身，而是：

- 4,000—4,200 日元附近是否能在明显风险偏好下降时成为新的停留/回抽区域；
- 如果跌破该区，3,700—3,900 附近的此前上移路径是否能吸收回落；
- 新高后的回撤是否仍然明显高于 2025 年的 2,800 附近旧中心；
- 长期均线/记忆中心能否在价格不深跌的情况下继续上移。

如果一次中等幅度回撤仍无法把价格重新吸收回 3,000 日元附近旧状态，新状态耐久性会进一步提高。反之，快速大幅回到旧区间将成为当前迁移质量的最强反证。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 风险一：估值压缩先于盈利恶化

当前最直接风险是：公司继续增长，但从 31 倍 PER 压回更普通的优质电信倍数，股价仍可能下跌。

这类风险不需要盈利衰退才能发生。

11.2 | 风险二：Q1 利润率被误判为新常态

Q1 营业利润同比+25.6%，但部分成本改善含设备使用费、追溯性精算等因素。

如果后续季度利润率回归，而市场已按 Q1 节奏重估，预期差会比绝对业绩下降更重要。

11.3 | 风险三：核心通信市场成熟

移动和 FTTH 存量强，但净增速度已经显示放缓。

若新业务无法提高客户 LTV，未来增长会越来越依赖价格、产品组合与成本控制，而不是用户数自然扩张。

11.4 | 风险四：增长投资稀释高 ROE 底盘

OCT VISION 2030 要扩大 solutions、energy、healthcare 等增长领域。

新业务如果规模小、竞争激烈或资本回报低，可能把高利润通信现金流投入更低质量资产。

11.5 | 风险五：KDDI 母公司控制

母公司体系带来资源，也意味着少数股东不能忽略关联交易、公平定价和战略独立性。

11.6 | 催化剂

正面催化剂包括：

- 全年/中间期业绩上调并证明 Q1 利润率更可持续；
- 2030 增长领域收入与利润开始单独可见；
- 法人解决方案大型合同与经常性收入提高；
- 电力自有零售模式显示更清晰单位经济；
- 回购持续执行并抵消股本稀释；
- 10G FTTH 渗透和家庭多产品率提高。

12 | 反常识发现

12.1 | 电力业务最重要的价值可能不是“卖电利润”，而是家庭账户黏性

Power44 临时方向最初的问题是：电力零售能否形成新的利润池。

研究后更重要的答案是：对冲縄セルラー而言，电力当前更像客户关系延伸工具。

au でんき约 8.4 万契约已经相当于公司移动客户的一个有意义子集，但公开资费与冲縄電力接近，消费者差异更多来自积分、打包和账户体验。

因此即使电力本身毛利不高，它仍可能通过降低流失、增加多产品率、扩大 Ponta/au 账户接触点而产生间接价值。

12.2 | 从代理到小售电资质的变化是真实升级，但经济增量仍是 UNKNOWN

2025 年 5 月 30 日公司取得小售电事业者登记，计划从 2025 年 10 月开始以新 au でんき模式把采购到交付放到自己零售体系中。

这比“替冲绳电力拉客户”更接近真实电力经营。

但当前仍缺：实际迁移到新主体的客户比例、电源采购结构、燃料价格风险对冲、每 kWh 毛利、坏账/结算成本、与旧代理模式相比的增量利润。

所以业务身份升级已经发生，投资价值升级还没有被充分证明。

12.3 | 电力账单收入下降不一定代表业务恶化

过去 au でんき收入曾因燃料费调整下降。

对电力零售，账单收入会被燃料成本和制度性调整显著影响；收入下降可能只是能源价格传导，而不是客户流失或毛利恶化。

未来研究应优先看客户数、留存、毛利和交叉销售，而不是只看电力收入同比。

12.4 | 资产负债表太好也是资本配置压力

82.2% 自己资本比率、极低有息负债与强 FCF 非常安全。

但当核心通信增长趋缓时，现金会迫使管理层在“增长投资、分红、回购、保留现金”之间做选择。

在高 PBR 下，回购不再天然便宜；新业务也必须证明回报率。公司的下一阶段价值创造更依赖资本配置判断，而不是只依赖网络经营。

12.5 | 最大的投资矛盾是“公司越来越好”与“价格也越来越不宽容”同时发生

这是本轮最重要的跨域结论。

基本面在改善，Technical 也强，但估值安全边际同步下降。

因此任何把 A 评分直接翻译成“当前位置执行优势很高”的做法都会丢失信息。质量分高与买入赔率高不是一回事。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 盈利与业务

- Q2/Q3 营业利润率是否仍明显高于 2026 财年约 21.6% 的全年水平；
- 公司是否上调 FY2027 全年营业利润 191 亿日元预测；
- 移动综合收入增长与 churn 能否继续改善；
- FTTH 净增与 10G 渗透是否转成更高综合收入；
- 法人解决方案是否披露更明确的收入/利润贡献。

13.2 | 电力专项

- 新 au でんき实际由冲绳セルラー作为小售电主体的客户迁移比例；
- 电源采购与冲绳电力/批发市场的合同结构；
- 单位毛利、燃料费调整和价格风险传导；
- 契约数从 8.4 万继续增长时，是否能观察到移动/光纤流失下降；

- 电力是否产生可识别的增量利润，还是主要作为 LTV 工具。

13.3 | 资本与估值

- 50 亿日元级回购的执行进度；
- 新业务战略投资金额与 ROIC；
- PBR/预测 PER 是否继续扩张，还是由 EPS 增长接棒；
- 2030 EPS +30%以上目标与当前盈利轨迹的差距。

13.4 | Technical

- 4,000—4,200 附近第一次有信息量回抽的保留；
- 4,505 以上新高是否形成新的可重复停留区，而不是单次脉冲；
- 200 日长期记忆中心能否持续追上；
- 若市场整体回撤，沖縄セルラー相对回撤深度与恢复速度。

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	92	11.96	自己资本比率 82.2%、极低有息负债、强经营现金流和高经常性通信收入提供极强防守；主要下行更可能来自估值而不是融资。
竞争优势与结构耐久性	14	84	11.76	KDDI 体系、本地网络、地区客户密度、门店/法人关系和灾害运维形成强地区护城河；号码可携和全国运营商竞争限制绝对强度。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	88	14.96	长期营业利润增长、约 21.6%全年营业利润率、163 亿经营现金流和 13%以上 ROE 都很强；Q1 利润率部分受成本/精算因素抬高，不能直接年化。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	82	9.02	移动、FTTH、法人、能源共享同一地区客户入口，结构协同明显；KDDI 依赖、成熟市场与增长业务单位经济披露不足是主要限制。
估值与安全边际	15	30	4.50	约 31 倍预测

				PER、4.13 倍 PBR 且股价处于 历史高位，当前价 格安全边际弱；高 质量只能部分解释 溢价，无法消除倍 数压缩风险。
资本配置与股东回 报	10	92	9.20	长期连续增配、持 续回购、强 FCF 与明确增长投资 /回报框架非常优 秀；高 PBR 回购 与新业务 ROIC 需 要更严格价格纪 律。
治理、所有权与管 理层	7	72	5.04	治理机制与激励方 向正面，但 KDDI 54.32%控制意味 着关联交易、战略 独立性和少数股东 保护构成长期结构 性约束。
Kabugami 技术 结构	13	88	11.44	2020—2026 低 点、收盘与价格中 心连续抬升，新状 态已高度成立；最 新加速仍缺一次完 整高信息回抽验 证，且离长期记忆 中心偏远。
总分	100		77.88	A

14.1 | 为什么是 A 而不是 A+

公司质量、现金流、资本回报和 Technical 都足够强，若只看经营质量可以靠近更高等级。

但当前估值是一个真实的独立负面结构，而不是“好公司就可以忽略价格”。同时，电力/solutions 等增长领域虽然方向清楚，单位经济和利润贡献仍有重要 UNKNOWN。

因此本轮 A 代表企业结构优秀、价格结构强、但投资赔率被高估值显著削弱。

15 | 来源与合规

15.1 | Compliance / 风险声明

本报告仅用于研究、信息整理与历史 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。

本 Review 资料截止为 2026-09-19。Technical settled 观察使用 2026-09-18 完整交易日，未把 9 月 19 日非交易时点当成新的完成 K 线。

Power44 临时电力方向只作为 Open Discovery 起始 VOI 假设，没有获得额外 Score 权重，也没有改变 Coverage³⁵、Technical、Synthesis、Score、Routing 或 00—15 结构。本轮研究在确认电力对客户 LTV 具有材料性后继续追到当前合理公开证据边界；未披露的电力采购结构与单位毛利保留为 Research Debt，没有用假设补齐。

Owner 月线图 attachment 3898 为本 Review 指定 Section 10 公开视觉权威。正式 HANDOFF 携带现有 Single Report Owner Media 控制，由既有 /owner-media/assign 路径同轮绑定；该图不是 Technical 唯一证据。

15.2 | 主要来源

1. 沖縄セルラー電話 | 投資者信息 / IR Library

<https://corp.okinawa-cellular.jp/ir/>

2. 沖縄セルラー電話 | OCT VISION 2030／中期経営計画

<https://corp.okinawa-cellular.jp/ir/library/chuki/>

3. 沖縄セルラー電話 | 社長 Message（2025 年 6 月）

<https://corp.okinawa-cellular.jp/corporate/president/>

4. 沖縄セルラー電話 | 2027 年 3 月期第 1 四半期決算資料（IR Library 内最新 Q1 材料）

<https://corp.okinawa-cellular.jp/ir/>

5. Logmi Finance / Minkabu | 沖縄セルラー 2027 年 3 月期 Q1 決算说明记录（2026-08-19）

<https://s.minkabu.jp/stock/9436/news/4601292>

6. 沖縄セルラー電話 | 株式の状況（2026-03-31）

https://corp.okinawa-cellular.jp/ir/status/ir_stock_status/

7. 沖縄セルラー電話 | 配当情報

<https://corp.okinawa-cellular.jp/ir/dividend/>

8. 沖縄セルラー電話 | 企业信息 / Recruit company data

<https://corp.okinawa-cellular.jp/recruit/about/company/>

9. 沖縄セルラー電話 | 小売電気事業者登记与新 au でんき（2025-06-20）

https://okinawa-cellular.jp/common/uploads/news_20250620-1.pdf

10. au | au でんき电费计划 / 冲绳区域现行公开资费

<https://www.au.com/energy/denki/merit/plan>

11. くらしテク | 2026 冲绳电力资费比较（外部价格现实检查）

<https://kurashi-tech.com/media/4059/>

12. 沖縄セルラー電話 | 防災与通信韧性说明（2026-09-01）

<https://corp.okinawa-cellular.jp/newsrelease/1788156597/>

13. 沖縄セルラー電話 | 公司主页 / 2026-08-27 台风 18 号通信影响与恢复公告索引

<https://corp.okinawa-cellular.jp/>

14. 沖縄セルラー電話 | Sustainability integrated report 2025

<https://corp.okinawa-cellular.jp/ir/library/sustainabilityreport/>

15. Yahoo! ファイナンス | 9436 股价・估值・时序

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9436.T/history>

16. 株探 | 9436 长期年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/9436/historical_prices/yearly/

17. Japan IR | 9436 2026 年 3 月期決算短信摘要与原文入口

https://japanir.jp/company/company-9436/ir/9436-20260508-01_wp_financial_summary/

18. Owner 提供 9436 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3898；依据 Power44 CURRENT MAP 已验证映射，正式 HANDOFF 携带既有 Single Report Owner Media 控制。

15.3 | 重要 Research Debt

- 新 au でんき从旧代理/合作模式迁移到沖縄セルラー小售电主体后的实际客户比例；
- 电力采购来源、批发市场敞口、燃料费调整机制与风险对冲；
- au でんき单位毛利及其对移动/FTTH churn 与 LTV 的真实增量；
- 法人 solutions 业务独立收入、毛利、续约率和 ROIC；
- 10G FTTH 客户增长对综合 ARPU 与固定网资本回报的贡献；
- 2027 财年 Q1 通信设备使用费/追溯性精算改善中一次性与可持续部分的精确拆分；
- 2030 营业收入 1,000 亿、EPS 较 2024 财年+30%以上目标中，各增长领域具体盈利贡献；
- KDDI 关联交易的经济定价细节及母子公司资本配置边界；
- 2026 年高位新价格状态经历第一次显著市场回撤后的 Return Topology。

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

Publication continuity：本轮形成 9436 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。