

9445 株式会社フォーバルテレコム (FORVAL TELECOM, INC.)

Kabugami V3.2 71.89/100 · B+

这家公司是做什么的

フォーバルテレコム主要向中小企业提供电话、光纤和移动等通信服务，同时经营法人电力/城市燃气、云与安全产品、保险及经营支援服务，并通过统一计费 and 代理商网络管理客户关系。

最近亮点

2027财年Q1销售59.91亿日元、同比+12.7%，营业利润1.82亿日元、同比-3.1%，经常利润1.95亿日元、同比约+2.1%，归母净利润1.07亿日元、同比-56.6%。收入增长主要来自Utility业务的电力保有契约增…

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	4fb629e3cd7c9a657dfbf0f0e0dd3ce7cd5b2b5c
评分版本	V3.2
发布源 SHA	e8c0bcd7abf78624528221d814249c0b1184f771
交付代码版本 SHA	e8c0bcd7abf78624528221d814249c0b1184f771
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2026 财年营业利润 12.38 亿日元、同比 +8.4%，自己资本比率 36.7%、ROE 约 27.1%；Utility 业务 2026 财年收入 108.52 亿日元、分部利润 11.79 亿日元、同比+17.2%，已是与通信同等重要的利润支柱。公司长期经营中小企业通信转售、计费回收和代理渠道，可把同一客户入口复用于电力、燃气、云、安全与保险/经营支援。
最需要担心什么	Utility 业务对采购价格、JEPX 市场、电力制度与客户流失敏感，公开资料没有完整披露采购组合与对冲结构。通信业务依赖上游运营商与线路供应方；大量客户通过代理商获取，使获客费用、解约率和合同生命周期决定真实经济性。母公司フォーバル持有约 70.15%，关联交易与子公司股权出售等资本配置对少数股东存在结构性治理约束。
Kabugami 现在怎么看	フォーバルテレコム不是单纯“便宜电信转售商”。其可复用资产是中小企业客户账户、代理销售网络、计费/回收系统以及把多个固定成本服务装进同一账单的能力。Power44 专项确认电力不是边缘业务：2026 财年 Utility 收入已约占集团 45%，分部利润甚至略高于 IP & Mobile，2027 财年 Q1 收入增长也主要由电力契约数与单价推动。更关键的是 Elenova 当前公开电力方案明确采用 JEPX 市场联动定价，说明公司把价格波动较直接地传递给客户，这有利于降低固定价采购错配，但会把客户体验、流失和竞争力暴露给市场波动。B+来自合理估值、真实 Utility 利润与高 ROE，同时被母公司控制、采购/渠道依赖、现金流波动和极低流动性压住。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：统一计费+代理客户入口能否把电力增长转成更高、更稳定的每股现金收益

フォーバルテレコム长期向中小企业转售通信服务。它不拥有全国通信网络，而是把上游运营商/线路资源批量采购后，结合自己的销售、计费与客服能力卖给客户。

这种模式真正值钱的不是线路本身，而是客户获取+持续计费+多服务交叉销售。

现在电力和燃气已经被装进这个账户体系，Utility 收入/利润都达到集团核心规模。因此本轮最值得回答的问题不是“公司有没有电力业务”，而是：

通信转售时代形成的中小企业客户和计费能力，能否把电力/燃气变成可持续高回报的第二利润支柱，而不是把公司暴露到更大的能源价格、获客和解约风险。

01.2 | 当前答案：Utility 已经证明“有利润”，尚未证明“利润随规模稳定复利”

2026 财年 Utility 收入约 108.52 亿日元、分部利润约 11.79 亿日元，同比+17.2%；IP & Mobile 收入约 93.78 亿日元、分部利润约 10.77 亿日元。

这说明 Utility 不是实验，也不是营销附属，而是核心利润来源。

但 2027 财年 Q1 公司整体收入因 Utility 契约和售价增长而同比+12.7%，营业利润却同比-3.1%。这构成重要反证：规模扩张和集团利润扩张不是机械同向。

需要继续验证销售费用、代理佣金、采购成本和客户生命周期是否能让新增 Utility 收入带来足够的增量资本回报。

01.3 | 本轮投资判断

当前约 10 倍预测 PER 和约 4.5% 预测股息率，估值并没有为业务质量支付很高溢价。

但估值便宜不能替代对商业质量的验证。母公司控制、上游采购依赖、低流动性和 Utility 市场风险都真实存在。

因此本轮定义为：经营结构正在改善，电力是真实增长来源，价格有吸引力；但还需要一到两个季度证明新增收入能转成正常化营业利润和现金流。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 经济本质：中小企业服务聚合与账单平台

公司最早就是为大型通信公司优惠体系之外的中小客户提供通信折扣与服务。

商业模式可简化为：

从上游批量采购通信/能源服务 → 通过代理商获得中小企业客户 → 用自己的客户数据库与计费系统管理合同和回收 → 从持续服务价差、手续费和附加产品中获利。

所以公司的固定资产不重，但客户关系、计费能力、代理渠道与合同经济性非常重要。

02.2 | Billing Provider 是跨产品复用资产

公司长期强调 Billing Provider 功能：不是每推出一种产品就重新建设一套客户、发票和回收系统，而是把不同服务接入同一平台。

这能降低推出新服务的边际后台成本，也使客户同时购买通信、电力、燃气、云、安全和保险成为可能。

真正的护城河如果存在，就应该体现在：

- 客户获取后能长期留存；
- 单客户购买品类增加；
- 计费/回收成本被多产品分摊；

- 同一渠道能反复销售，而不是每个新产品重新花一次完整 CAC。

02.3 | 资产轻不等于风险轻

公司不需要建设全国通信网或发电站，因此 Capex 压力低于基础设施所有者。

但它承担另一类风险：上游采购条款、代理商佣金、客户解约、坏账、系统投资和能源价格错配。

所以评价这类公司的重点不是“没有工厂所以轻资产”，而是合同毛利能否覆盖前置获客成本，并在客户全生命周期里转成现金。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | IP & Mobile：成熟客户入口，增长性较低但仍是底盘

公司提供 VoIP、固定通信、光纤、移动与互联网接入等服务。

2026 财年 IP & Mobile 收入约 93.78 亿日元、同比-11.0%，分部利润约 10.77 亿日元、同比-9.6%。收入下降部分受到集团子公司出售和部分传统服务使用下降影响。

成熟通信业务的价值更多是现有客户入口与经常性账单，而不是高速增长。

03.2 | Utility：集团最大的收入池之一

Utility 包括电力和城市燃气。

2026 财年 Utility 收入约 108.52 亿日元，占集团销售约 45%；分部利润约 11.79 亿日元，同比+17.2%。

公司披露的增长机制很具体：保有契约数增加。与此同时，销售单价受采购价格等影响，2026 财年即使销售额大致持平，利润仍上升。

2027 财年 Q1 则反过来出现电力契约增加与销售单价上升推动集团收入增长。

这说明 Utility 必须分开看客户数、单价、采购价差与获客成本，不能只看销售额。

03.3 | Consulting：利润增长快，但目前规模较小

Consulting 包含保险、云、DX 与经营支援。

2026 财年收入约 37.43 亿日元、同比+1.1%，分部利润约 2.77 亿日元、同比+81.8%。保险和云等贡献增长，部分内容/DX 业务推进则有延迟。

它的战略价值在于提高同一企业客户的服务品类和毛利，而不是单独成为第二个大型事业。

03.4 | 关键上游依赖

通信服务依赖上游通信运营商、线路和网络供应方。历史资料显示 Smart Hikari 等业务依赖特定网络资源；一旦供应方价格、容量或服务条件变化，公司很难完全靠自己替代基础设施。

Utility 则依赖电力采购市场、送配电体系和制度规则。

这些依赖并不否定商业模式，但意味着公司的护城河主要在客户与交易层，不是底层基础设施控制权。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 竞争不是“谁有网络”，而是“谁能以最低获客成本管理中小企业账户”

客户可直接向大型通信/电力公司购买，也可选择大量代理商、光合作伙伴、新电力、云服务商与其他中小企业顾问。

フォーバルテレコム优势是多服务打包与既有代理网络，弱点是底层服务本身高度可替代。

因此竞争的真正单位是：同一个中小企业客户能留多久、买多少项服务、产生多少生命周期毛利。

04.2 | 代理商降低固定销售成本，也带来渠道依赖

公司大量借助代理商获取客户。这让销售组织更轻，但代理佣金往往前置，而利润需要靠后续月度价差回收。

如果解约率升高、监管改变销售方式、渠道要求更高佣金或竞争推高 CAC，账面增长可能先发生，现金回收却恶化。

这是公司最重要的结构性反证之一。

04.3 | 母公司フォーバル既提供生态，也决定控制边界

フォーバル持股约 70.15%。集团可以提供企业客户、销售渠道、咨询能力和品牌协同。

但母公司也是关联交易方，且 2026 财年两家子公司股份出售给母公司。即使交易有第三方估值等程序，少数股东仍需要长期观察定价、公平性和资本用途。

05 | 护城河判断

05.1 | 护城河强度：中等

公司有真实但有限的护城河：

- 长期中小企业客户基础；
- 统一计费与回收系统；
- 代理商销售网络；
- 通信+Utility+Consulting 的交叉销售；
- 服务切换带来的业务中断与管理摩擦。

这些能力能提高客户价值和销售效率。

05.2 | 为什么不是强护城河

底层通信、电力和燃气都是可替代服务。

客户不需要更换生产设备或多年认证就能换供应商。市场联动电价在能源价格上升时也可能直接削弱客户体验。

因此公司需要持续用价格、账单便利、咨询、服务组合和渠道关系维护客户，无法像强技术专利或网络垄断那样自然获得高经济租金。

05.3 | 验证护城河最需要的证据仍未充分公开

最希望获得的指标是：

- 分产品客户数与净增；
- 年度解约率；
- 单客户产品数；
- CAC 和回收周期；
- Utility 客户生命周期与贡献毛利；
- 代理商集中度。

公开资料没有完整披露这些指标，因此护城河分数存在明确上限。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2026 财年利润增长质量好于销售增长

2026 财年销售约 239.73 亿日元，同比-6.7%，营业利润约 12.38 亿日元、同比+8.4%，经常利润约 12.60 亿日元、同比+9.3%。

销售下降部分来自子公司出售与业务组合变化，因此“收入下降”不能直接解读为主业萎缩。

利润继续增长说明业务组合和分部盈利能力改善。

06.2 | 净利润+34.5%被资产出售放大

2026 财年归母净利润约 9.86 亿日元，同比+34.5%。

其中包含向母公司出售 Try-X、FIS Solutions 等子公司股份产生的收益。该收益是真实资本回收，但不是可每年复制的营业利润。

因此正常化盈利判断优先看营业利润/经常利润和分部利润。

06.3 | ROE 很高，但部分来自较薄的权益底盘

2026 财年 ROE 约 27.1%，明显高于多数日本上市公司。

同时自己资本比率只有 36.7%，虽然已经从过去约 20%区域明显提高。

高 ROE 部分来自资产轻和强利润，也受较薄权益基数帮助。真正高质量的状态是未来在权益继续积累时仍保持高 ROE，而不是依靠低净资产维持比例。

06.4 | 现金流不是完全平滑

2026 财年经营现金流约 7.35 亿日元，明显低于上一财年约 19.32 亿日元。

这与营运资金、预付/应收、合同和 Utility 业务资金流有关。

公司资本开支不大，绝对杠杆也不高，因此不是融资危机型风险；但盈利向现金的转换质量需要继续观察，不能只看 ROE。

06.5 | 资产负债表持续改善

2026 财年末总资产约 107.29 亿日元、净资产约 39.41 亿日元，自己资本比率 36.7%。现金约 11.77 亿日元，长期重债务压力有限。

2027 财年 Q1 自己资本比率进一步约 37.7%。

过去数年自己资本比率从 20%出头持续提高，是实质性财务韧性改善。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 70.15%母公司控股是第一治理事实

截至 2026 年 3 月末，株式会社フォーバル持股约 70.15%。

这意味着市场流通股很少，也解释了股票极低成交量的一部分。

母公司可以提供长期战略稳定性，但少数股东对重大资本配置没有控制权。

07.2 | 关联交易必须长期用经济性而不是形式判断

公司与母公司存在产品销售、代理/委托服务等交易。

2026 财年公司还把两家子公司股份出售给母公司，交易采用第三方估值等程序。

这比无程序的内部转让好，但长期判断仍需要看：出售价格是否公平、出售后的资源是否提升上市公司每股价值、关联服务价格是否接近市场条件。

07.3 | 光通信系股东是另一个值得注意的资本市场关系

主要股东中存在光通信相关投资主体与光通信本体持股。

这并不直接改变经营控制权，但说明自由流通股份进一步被长期/战略性资金占用，也使公开市场流动性更薄。

08 | 资本政策

08.1 | 分红逐步提高

年度分红从 2022 财年约 17 日元、2024 财年 18 日元、2025 财年 20 日元、2026 财年 23 日元，提升到 2027 财年预测 25 日元。

在 552 日元股价上，预测股息率约 4.53%。

这是当前投资吸引力的重要组成部分。

08.2 | 利润增长与分红之间仍有再投资空间

2027 财年预测 EPS 约 53.71 日元、DPS25 日元，对应派息比例约 46.5%。

这个水平既提供现金回报，也保留一部分利润用于系统、客户获取和业务扩张。

08.3 | 子公司出售是资本整理，价值取决于后续用途

公司把部分非核心子公司出售给母公司，使业务组合更集中并释放资本。

这可以提高经营聚焦，但因为交易对手是控制股东，必须同时用少数股东公平性来评价。

当前没有发现持续大规模增发稀释；股东回报方向总体正面。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 约 10 倍预测 PER 给出了真实价格缓冲

9月18日收盘 552 日元，预测 PER 约 10.28 倍。

公司预测 FY2027 营业利润和经常利润分别增长约 11.4%和 11.1%，如果兑现，当前倍数并不昂贵。

09.2 | 约 2.41 倍 PBR 不能单独说“贵”

PBR 约 2.41 倍高于传统低估值价值股，但 2026 财年 ROE 约 27%。

若正常化 ROE 未来仍能维持 20%以上，2 倍多 PBR 有盈利能力支持。

关键风险在于 ROE 是否会随着权益积累、Utility 竞争和获客成本上升而正常化下降。

09.3 | 约 4.5%股息率增加等待收益，但不是收益保证

25 日元预测分红对应约 4.53%股息率。

如果盈利保持，现金回报能补偿部分等待成本。

但高股息不消除 Utility 价格波动、母公司治理或低流动性的风险；未来若盈利受压，分红也不是无条件固定。

09.4 | 流动性折价应该被保留

9月18日成交量只有 800 股，9月17日约 1,700 股，9月16日约 7,100 股。

这不是普通 Prime 大型股的流动性。较大仓位进出会显著影响成交价格。

因此即使会计估值便宜，也应把交易流动性折价作为安全边际的一部分，而不是忽略。

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 3899。该图为 Section 10 公开视觉权威；Technical 判断同时使用更长周期真实市场历史，不以单张图替代价格研究。

10.1 | Technical Question：300 日元旧中心已经上移后，500 日元以上是可重复新状态还是低流动性脉冲

9445 的早期历史具有非常强的脉冲性。

2001—2008 年前后曾反复出现大涨与深跌，2003 年和 2005 年甚至有数倍级年度上冲，随后又出现大幅回撤。这类历史说明低流动性股票曾经容易形成价格脉冲，但脉冲本身不等于长期迁移。

2010 年后价格运动明显收敛。真正重要的变化发生在 2023—2026：年度低点和高点逐步从 300 日元区域迁移到 400—500 日元区域。

所以当前问题是：旧的 300—400 日元吸引区是否已经失去控制，以及 2026 年的 500 日元以上中心能否在下一轮回撤里被保留。

10.2 | Chart Truth：长期大脉冲减少，近年价格底部逐级抬升

IRBANK 长期区间显示：

- 2022 年高约 375、低约 348；
- 2023 年高约 365、低约 314；
- 2024 年高约 425、低约 325；
- 2025 年高约 486、低约 402；
- 2026 年截至 9 月高 595、低 517；9 月 18 日收 552。

最有信息价值的不是 595 这个高点，而是 2026 年低点 517 已经明显高于 2025 年低点 402 和此前 300 日元区域。

价格中心发生了真实迁移。

10.3 | Return Topology：595 冲高后没有回到旧中心，但新中心仍在验证

2026 年 2 月触及 595 后，6 月最低约 517，9 月仍在 550 附近。

这意味着最新冲高后的回撤没有重新回到 400 日元旧区间，旧状态的重新吸收能力明显变弱。

但 595 之后也没有形成持续突破，而是进入约 517—595 区间反复。

因此当前更接近高位新中心形成中的横向验证，不是已经完成第二次加速。

10.4 | Envelope：波动已经远低于早期历史，但成交深度也非常低

2000 年代的巨大年度波幅已经消失。2010 年以来，大部分年度区间明显收敛。

这可以理解为价格系统成熟和波动阻尼增强。

但当前日成交量常常只有几千股甚至数百股，因此低波动也可能部分来自交易稀疏，而不是大量买卖力量达到稳定平衡。

这就是 Technical Confidence 保持 MEDIUM-HIGH 而不是 HIGH 的原因。

10.5 | Center / Memory : 长期记忆从 300 多逐步抬向 500 区

2023—2024 仍频繁在 300 多日元组织；2025 最低价已经抬至 402；2026 全年迄今最低 517。

这个阶梯变化比单次突破更符合 Kabugami 对“旧运动规律变弱”的要求。

如果未来中等市场冲击仍能在 500 附近获得停留，而不是快速回到 400 以下，新中心会获得更强确认。

10.6 | Damping vs Restoring : 旧低价区恢复力正在衰减

价格每次离开 300—400 区后的回归深度在近两年显著下降。

2026 冲到 595 之后，即使没有继续创新高，也只回到 500 多。

这说明旧低价状态的恢复力已经变弱。

但由于交易量极低，不能把每一个窄幅横盘都解释成强需求吸收。Technical 证据必须更多依赖长期回撤位置，而不是短期 K 线外观。

10.7 | 事件响应：利润改善推动的重估已被保留，但不能倒置因果

2024—2026 营业利润持续改善，价格也从 300 多向 500 多迁移。

Technical 不能说“利润增长导致股价上涨”；有信息价值的是：在基本面改善被公开后，价格没有重新回到此前旧中心。

当前 Price-Fundamental Timing 更接近 Synchronized：基本面改善和价格中心迁移大致同向，但价格没有表现出极端领先或明显滞后。

10.8 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State 定义为：

旧的 300—400 日元长期状态已经明显弱化，500 日元以上形成新的价格中心候选；2026 年 595 冲高后的回撤仍保留在 500 以上，是正面 Return Topology，但目前没有形成持续突破，且极薄成交降低了短期结构的证据质量。

Technical Confidence：MEDIUM-HIGH。

10.9 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 500—520 区域在一次真实市场回撤中是否继续保留；
- 595 上方突破后能否产生重复停留，而不是瞬间冲高；
- 如果跌破 500，是否快速回到 400—450 旧过渡区；
- 成交深度能否在价格中心上移后同步提高；
- 基本面若出现弱于预期季度，价格回撤是否仍显著浅于历史旧状态。

11 | 风险与催化剂

11.1 | Utility 采购与市场价格风险

Elenova 当前公开计划明确包含 JEPX 市场联动定价，30 分钟价格会随市场变化。

这种结构减少长期固定售价与市场采购价错配，但将价格波动更多传给客户，可能影响客户满意度、解约和竞争力。

公司的真实采购组合、套期/固定采购比例并未充分公开，是高价值 UNKNOWN。

11.2 | 代理销售与解约风险

客户获取大量依赖代理商。佣金前置、利润后置意味着客户生命周期缩短会直接伤害回报。

销售行为监管变化或渠道佣金上涨也会影响获客效率。

11.3 | 母公司控制与关联交易

70%以上母公司持股使少数股东在资本配置中处于弱势。

关联交易即使程序完备，也需要持续以经济公平性验证。

11.4 | 上游供应条件变化

公司不是通信网络/发电资产所有者，对上游通信资源、电力市场和制度条件存在依赖。

上游价格变动若无法及时传导，会压缩毛利；传导过快又可能增加客户流失。

11.5 | 低流动性

极低日成交量会放大买卖价差和冲击成本，也可能使技术图形被少量订单扭曲。

11.6 | 催化剂

正面催化剂包括：

- Utility 契约数继续增长，同时分部利润率提高；
- FY2027 Q2/Q3 出现收入增长向营业利润的再加速；
- OCF 恢复并证明 Utility 扩张没有持续吞噬营运资金；
- Consulting 利润增长持续并提高客户交叉销售；
- 配息继续增加；
- 595 以上形成可重复新中心而不是瞬间脉冲。

12 | 反常识发现

12.1 | Power44 最重要发现：这不是“通信公司顺手卖电”，Utility 已经是核心利润事业

如果只看公司名称，很容易把电力理解为附属业务。

但 2026 财年 Utility 收入约 108.5 亿、分部利润约 11.8 亿，规模已经不低于 IP & Mobile。

因此电力采购、契约增长和单位经济必须进入公司整体估值，而不是放在 ESG 或“第二增长曲线”附注里。

12.2 | 市场联动电价同时降低一种风险、增加另一种风险

Elenova 当前公开方案明确说明电价与 JEPX 联动，30 分钟更新。

这样做的好处是供应商不必长期以固定售价承担全部市场价格上涨风险。

代价是客户承担更直接的电价波动，如果高价时段持续，客户可能转向固定价/其他零售商。

所以“价格可以传导”不等于“风险消失”，而是利润率风险的一部分转成客户留存风险。

12.3 | 2027 Q1 的增收减益是非常有价值的反证

电力契约增长与售价上升让集团销售+12.7%，但营业利润-3.1%。

这否定了——一个过于简单的牛市叙事：电力客户越多，利润就线性越高。

真正要追的是新增客户毛利、代理费用、SG&A 和采购条件。

12.4 | 高 ROE 与高 PBR 并没有让股票看起来昂贵，因为市场同时给了流动性折价

ROE 约 27%，PBR 约 2.4 倍，预测 PER 却只有约 10 倍。

这组数字看起来不匹配，部分解释来自盈利质量/母公司控制，也来自极低流通股份和成交深度。

因此“低 PER”不是市场没看到高 ROE，可能是市场对治理、流动性和商业模式风险要求长期折价。

12.5 | 子公司出售使收入下降反而利润上升，说明组合质量比收入规模更重要

2026 财年集团销售-6.7%，营业利润却+8.4%。

这说明公司正在从追求账面规模转向更集中的利润组合。

未来若能把 Utility 和 Consulting 的高利润部分做大，而不是单纯追求 264 亿销售目标，股东经济会更好。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | Utility

- 电力保有契约数的绝对值和净增；
- Elenova 市场联动客户比例；
- JEPX 采购、长期/相对固定采购与对冲结构；
- 单位毛利与客户解约；
- Utility 分部利润率能否在收入增长时保持或提高；
- 电力+燃气套装是否提高单客户 LTV。

13.2 | 通信与 Consulting

- IP & Mobile 收入下降何时止稳；
- 光纤/移动客户迁移与解约；
- Consulting 的保险、云、DX 增长是否可重复；
- 代理商获客成本与佣金压力。

13.3 | 财务与治理

- FY2027 营业利润 13.8 亿、经常利润 14 亿预测进度；
- OCF 能否恢复到更接近利润的水平；
- 母公司关联交易与资本转移；
- 25 日元分红是否兑现并形成继续增配基础。

13.4 | Technical

- 500—520 区域的回抽保留；
- 595 以上能否真正形成新中心；

- 日均成交量/买卖深度是否改善；
- 若基本面出现减速，价格是否仍拒绝回到 400 区域。

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	78	10.14	自己资本比率已升至约 36.7%、长期重债务有限，资产轻且盈利稳定；但 OCF 显著波动、Utility 营运资金与预付/回收结构需要继续验证。
竞争优势与结构耐久性	14	68	9.52	统一计费、中小企业账户与代理网络可跨产品复用；底层通信/电力高度可替代、上游依赖和渠道佣金限制经济租金。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	72	12.24	ROE 约 27%、分部利润增长和资产轻结构正面；净利润受出售收益放大、OCF 低于前期且 Q1 增收减益限制高分。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	74	8.14	通信、Utility、Consulting 共享客户与账单平台，Utility 已成核心；上游采购、代理渠道与客户生命周期是关键依赖。
估值与安全边际	15	78	11.70	约 10.3 倍预测 PER、约 4.5% 预测股息率对预计两位数经常利润增长有吸引力；PBR 较高和极低流动性需要折价。
资本配置与股东回报	10	72	7.20	连续增配与业务组合整理正面；向母公司出售子公司的关联交易属性、缺少更强回购记录使资本政策仍非顶

				级。
治理、所有权与管理层	7	55	3.85	母公司持股约 70.15%、关联交易和极低自由流通构成结构性少数股东约束；第三方估值等程序提供一定保护。
Kabugami 技术结构	13	70	9.10	300—400 旧中心明显上移到 500 以上，595 回落后仍保持新高位区间；但尚未突破验证且成交极薄，短期图形证据质量受限。
总分	100		71.89	B+

14.1 | 为什么是 B+

公司不是低质量高股息壳。Utility 已经是核心利润业务，统一计费与中小企业账户具有真实复用价值，估值也提供明显缓冲。

但强护城河需要更好的客户生命周期证据，强盈利质量需要更稳定的现金转换，强治理需要更弱的控制股东约束。

因此 B+ 代表有实质改善与价格吸引力，但仍需要对电力单位经济、现金流和少数股东边界保持纪律。

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。

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 日非交易时点视为新的完成 K 线。

Power44 临时电力方向只作为 Open Discovery 起始 VOI 假设，没有额外 Score 权重。由于 Utility 对 9445 本身是核心收入/利润业务，Research 自然对电力采购、定价与客户生命周期投入较深；这来自公司经济现实，不是专题强制篇幅。

Owner 月线图 attachment 3899 为本 Review 指定 Section 10 公开视觉权威。正式 HANDOFF 携带既有 Single Report Owner Media 控制，由 /owner-media/assign 同轮绑定；该图不是 Technical 唯一证据。

15.2 | 主要来源

1. 株式会社フォーバルテレコム | 公司官网

<https://www.forvaltel.co.jp/>

2. 株式会社フォーバルテレコム | 企业/服务资料与 IR 公开材料 (2026 财年有价证券报告、2027 财年 Q1 决算短信)

3. EDINET / 有价证券报告 | 9445 株式会社フォーバルテレコム, 2026 年 3 月期

4. TDnet | 2027 年 3 月期第 1 四半期決算短信 (2026-08-10)

5. 開示情報データベース | 9445 最新四半期/通期原文入口

<https://disclosure.catr.jp/companies/0b5a4/50114>

6. EDINET 財務整理 | 株式会社フォーバルテレコム

<https://cherub.jp/edinet/companies/E04476/>

7. Elenova | 法人向け電力・ガスサービス

<https://elenova.jp/>

8. Elenova | Elenova でんき

<https://elenova.jp/electric/>

9. ジェイダイレクト / フォーバルテレコム | 公司概要・通信サービス

<https://fitcall.ne.jp/company/>

10. JD 接続 | 光回線/互联网服务

<https://jd.forvaltel.co.jp/>

11. Yahoo! ファイナンス | 9445 株价・估值・日次时序

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9445.T/history>

12. IRBANK | 9445 企业、长期估值与业绩历史

<https://irbank.net/9445>

13. 投資の森 | 9445 2027 财年 Q1 财务摘要

https://paidreporttest.nikkeiyosoku.com/stock/financial_results/9445/

14. Owner 提供 9445 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3899 ; 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

- Utility 电力保有契约绝对数量、年度解约率与客户生命周期 ;
- JEPX 现货、长期/相对固定采购、非化石价值等采购组合及套期结构 ;
- Utility 新增客户 CAC、代理佣金与回收期 ;
- 市场联动型 Elenova 客户在高电价阶段的留存行为 ;
- 电力/燃气单客户毛利与交叉销售效果 ;
- IP & Mobile 客户数与服务别 churn ;

- 代理商集中度与主要渠道经济；
- FY2026 经营现金流下降中应收、预付和其他营运资金项目的持续性；
- 与母公司フォーバル的长期关联交易定价与未来资产重组可能性；
- 极低成交量下 500 日元新中心经真实市场冲击后的 Return Topology。

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 9445 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。