

9517 イーレックス株式会社 (erex Co., Ltd)

Kabugami V3.2 59.85/100 · B

这家公司是做什么的

イーレックス向企业和家庭销售电力，也在批发市场及相对交易中采购/交易电力；同时经营木质生物质燃料和发电站，并开始做系统蓄电池聚合，在越南和柬埔寨开发水电、太阳能和生物质项目。

最近亮点

2027财年Q1销售485.40亿日元、同比+31.0%，营业利润6.31亿日元、同比-56.6%，税前利润12.43亿日元、同比+132.3%，归母净利润8.57亿日元、上年同期为亏损。公司维持全年销售2,406.93亿、营业利润…

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	0d07236ebd77c37b086c28ab0e88f19d278eb07f
评分版本	V3.2
发布源 SHA	5faa96fd78e7b80cddb2ec98a97104ff3358f532
交付代码版本 SHA	5faa96fd78e7b80cddb2ec98a97104ff3358f532
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	2024 年巨额亏损后，交易业务停止基于价格预测持有过量供给头寸，转向与已确认销售量匹配采购；2025—2026 财年集团盈利恢复。公司拥有国内生物质电源、约 160 万吨年燃料处理能力，并已启动 2MW/8MWh 系统蓄电池商业运行和需给调整市场交易；越南、柬埔寨项目也从规划进入试验/建设阶段。
最需要担心什么	最大风险不是“有没有增长故事”，而是交易、发电和海外投资能否在资本成本以上稳定创造现金。2024 年的逆价差亏损证明零售+交易本身也可能成为巨大风险源；2026 财年经营现金流仅 18.88 亿日元，对应投资现金流-155.25 亿、融资现金流+71.64 亿。Q1 流动负债明显增加，海外 170MW 开发、新潟 112MW 计划等继续要求资金与执行能力。
Kabugami 现在怎么看	Power44 专项最重要的结论不是“电力零售业务很大”，而是：零售与交易是イーレックス经济系统里最能放大价值、也最能放大错误的环节。自有电源、燃料采购、交易与客户合同如果被同一套风险纪律连接，可以提高采购选择权和市场应对能力；但 2024 年已经用巨额亏损证明，销售量、采购量和价格期限一旦错配，这套所谓一体化反而会迅速毁掉利润和现金。当前管理层已经修正采购纪律，国内资产也开始增加蓄电池等灵活性，但 2027 财年 Q1 低营业利润率、持续高资本开支和海外项目仍使“风险管理能力已经变成护城河”这一命题尚未被证明。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 核心问题：一体化电力平台究竟是风险管理优势，还是更复杂的风险放大器

イーレックス最容易被理解成“生物质发电+新电力零售”。这两个标签都不够。

公司真正同时做五件彼此连接的事：

- 向高压、特高压和低压客户销售电力；
- 在 JEPX、相对交易等渠道采购和交易电力；

- 自己拥有生物质电源并处理燃料；
- 用蓄电池和聚合能力参与容量、批发和需给调整市场；
- 在海外开发新的可再生电源和燃料链。

如果这些能力能够被同一套销售预测、采购纪律、风险限额和资产调度连接，它们会互相增强：零售给交易提供真实需求，交易给零售提供采购选择，发电和蓄电池提供物理选择权，燃料能力降低生物质电源的上游风险。

但 2024 年 3 月期已经发生了最重要的反证：交易业务相对销售量采购过多电力，剩余量不得不以不利价差卖出，集团出现巨额营业亏损。

因此本轮公司特有的投资问题是：

2024 年之后重新建立的“销售确认量—采购量匹配”纪律，能否把零售/交易/自有电源/蓄电池从一个高波动风险组合，真正变成可持续赚取资本回报的电力平台；与此同时，海外和新发电项目是否会在平台尚未证明稳定现金回报之前重新把资产负债表拉紧。

01.2 | 当前答案：风险纪律已经改变，但利润和现金还没有给出足够长的验证

2025、2026 财年盈利恢复说明 2024 年的错误并非永久损坏商业模式。

公司明确停止基于价格预测持有过量供给头寸，改为根据已经确认的销售量组织采购；这是本轮最有含金量的经营修复。

但 2027 财年 Q1 又提醒投资者，电力平台仍然高度受价格、采购和合同结构影响：销售同比增长 31.0%，营业利润却同比下降 56.6%，营业利润率只有约 1.3%。

所以当前更准确的定义是：

“修复已经发生，风险管理是否成为可复制优势仍待证明。”

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 小售与交易是需求侧和供给侧之间的转换器

零售业务把工厂、办公楼、商业设施和家庭的用电需求变成合同电量；交易业务则负责在自有电源、相对合同和市场之间组织供给。

这里的经济价值不只是“电价减采购价”。

真正决定利润的是：

- 客户合同是固定价还是市场联动；
- 客户实际用电量与预测偏差；
- 采购期限是否与销售期限匹配；
- 自有电源在什么价格下发电更经济；
- 市场波动时是否有足够的现货、衍生品或蓄电池灵活性。

这也是为什么同样的销售量，可以在不同年份产生完全不同的利润和现金流。

02.2 | 自有发电不是“免费电”，而是资本密集的供给选择权

公司国内拥有多座木质生物质发电资产，官网披露自有发电输出总计约 418MW、燃料年处理量约 160 万吨。

这些资产可以减少完全依赖市场采购的风险，但它们并不是没有成本的固定利润池。

2026 年 8 月披露的四座可公开电站送电量合计约 11.48 万 MWh，其中糸魚川整月因需给调整停止；土佐自 2024 年 9 月起休止，大船渡月度发电量不披露。

这说明 418MW“装机/拥有能力”不能直接等同于每个月的经济发电能力。市场价格、燃料、检修和资产年龄都会决定是否值得运行。

02.3 | 蓄电池是把交易能力从纸面延伸到物理灵活性

2026 年 4 月，宫崎串间 2MW/8MWh 系统用蓄电池开始商业运行；8 月公司首次进入需给调整市场一次调节力交易。

这件事的重要性不在项目规模——相对集团规模还很小——而在能力形态发生变化：公司开始能够用物理资产在批发、容量和调节市场之间调配价值，而不只是用合同和市场交易管理供需。

目前仍属于早期商业验证，不把它计成成熟第二增长曲线。

02.4 | 海外是未来增量，也是资本纪律最大的压力测试

公司在柬埔寨推进 80MW 水电、50MW 生物质、40MW 太阳能，并获得围绕波萨省水电的 data center 可行性调查/投资政府批准；50MW 生物质项目获得 JCM 设备补助支持。

越南方面，公司继续推进木质燃料和生物质混烧，2026 年 9 月 15 日开始第三座煤电站的生物质混烧试验。

这些项目如果成功，能够把日本积累的燃料/发电能力复制到电力需求增长更快的市场。

但在当前经营现金流尚不稳定的情况下，海外扩张最重要的评价标准不是“项目数量”，而是项目融资结构、股权投入、投产时间、长期购电条件和实际 ROIC。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 收入结构仍然高度依赖电力销售与交易

公开资料显示，2026 财年集团收入大致由电力零售、批发/交易和燃料销售构成，零售与批发合计仍占主体。

因此，公司目前不是一个“发电资产公司附带小售业务”，而是一个以客户电力销售和交易为中心、再向发电/燃料/聚合扩张的平台。

Power44 方向在这里是实质性问题，不是主题硬套。

03.2 | 客户粘性来自合同和服务能力，不是自然垄断

独立新电力客户可以更换供应商，尤其标准化高压电力采购中价格仍然重要。

所以イーレックス没有传统网络型自然垄断。

真正可能形成客户粘性的，是：

- 固定价/市场联动等合同设计；
- 可再生电力与环境价值组合；
- 代理店/销售网络；
- 供需管理和风险控制；
- 企业客户对稳定供电与脱碳属性的同时需求。

公司官网把独立系新电力销售规模列为国内上位，但规模本身只有在单位电量利润、客户续约和风险调整收益稳定时才有股东价值。

03.3 | 木质燃料供应链是生物质资产经济性的核心

生物质发电的燃料并不是后台采购项。

木质 pellet、PKS 等燃料的价格、物流、可持续性认证、热量和汇率会直接改变发电边际利润。

イーレックス自己参与燃料业务和海外燃料生产，有机会降低“只有电站、没有燃料控制”的脆弱性。

反过来，若燃料端锁价错误、运输成本升高或认证规则变化，一体化也会把风险留在集团内部。

03.4 | 客户集中度与合同利润结构仍是重要 UNKNOWN

公开资料能够看到整体销售量、合同形态和业务规模，但不足以精确回答：

- 高压客户前十大集中度；
- 客户续约率；
- 固定价与市场联动合同的经济毛利；
- 不同合同期限与采购期限的匹配度；
- 每种客户类型的获客成本。

这些数据直接决定“规模是否真的形成平台优势”，因此保留为 Research Debt。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 竞争对手不只是其他新电力

イーレックス面对的替代选择包括：

- 大型电力公司的零售报价；
- 其他独立新电力；
- 企业 PPA；
- 自家发电/太阳能；
- 市场联动合同；
- 直接采购环境价值。

因此竞争不是单一“谁电价低”，而是电价、风险、脱碳属性、合同灵活性与服务能力的组合。

04.2 | 大型企业股东构成了产业连接，但不能自动当成订单护城河

2026 年 3 月末主要股东包括 UHPartners3、Hikari Tsushin 相关账户、JFE Engineering、户田建设、KISCO、JR 东日本等。

这些股东能够形成产业连接与资本稳定性，但公开持股本身并不证明存在排他采购、固定订单或高利润协同。

本轮只把它视为“长期产业关系资产”，不计入未被证明的订单护城河。

04.3 | 2024 年的亏损是竞争能力最重要的反证

如果交易能力天然就是护城河，采购错误就不应该造成如此巨大的亏损。

2024 年说明：

交易能力只有在风险纪律成立时才是优势；否则它只是更大的损失放大器。

这项反证比任何“独立系新电力排名”都更重要。

05 | 护城河判断

05.1 | 当前护城河属于“能力组合”，不是单一资产

イーレックス真正难以复制的部分，是在同一集团里同时拥有：

- 大规模零售客户基础；
- 交易/采购经验；
- 生物质燃料供应链；
- 自有发电资产；
- 蓄电池/聚合能力；
- 海外燃料和电源开发经验。

单独任何一项都不是不可替代。

组合起来以后，理论上可以提高采购选择和资产调度自由度。

05.2 | 但组合复杂度本身就是反护城河

能力越多，需要协调的风险越多：

- 销售预测错配；
- 市场价格暴涨；
- 固定价合同锁死；
- 发电故障；
- 燃料成本上升；
- 海外延期；
- 利率和融资成本上升。

2024 年已经证明组织复杂度可以吞掉组合协同。

因此本轮给出的护城河判断是：

有真实能力组合和规模壁垒，但还没有证明这些能力能够长期转化成高于资本成本的稳定经济租金。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2024 年是必须长期保留的损失基准

2024 年 3 月期集团出现约 200 亿日元级营业亏损，核心原因之一是交易业务采购量超过销售量，在不利价格下处理剩余电力。

这不是一个普通的“周期低谷”。

它证明公司的盈利会被风险管理过程本身改变。

所以以后任何“利润已恢复”的判断，都应该同时问：

利润恢复来自市场变好，还是风险纪律真的变好？

06.2 | 2025—2026 盈利恢复是真实的，但现金质量并不稳定

2026 财年销售 1,691.70 亿日元、营业利润 75.18 亿、税前利润 89.74 亿、归母净利润 53.32 亿日元，净利润较上年显著恢复。

但同一财年经营现金流只有 18.88 亿日元，而投资现金流为-155.25 亿、融资现金流+71.64 亿日元。

这意味着会计利润恢复还没有同步形成足够内部现金来覆盖扩张投资。

前一财年经营现金流曾达到约 194.95 亿，说明营运资金和交易结算时点会显著改变现金流。

现金转换波动本身就是当前盈利质量的重要负面项。

06.3 | Q1“增收不增营业利润”是当前最重要的近端反证

2027 财年 Q1 销售 485.40 亿日元、同比+31.0%，营业利润只有 6.31 亿日元、同比-56.6%，营业利润率约 1.3%。

税前利润和归母净利润反而明显增长，说明营业外/金融项目对最终利润贡献很大。

投资者不能只看“收入增长 42.3%的全年计划”来推导盈利改善。

当前真正需要验证的是：交易量和零售量增长以后，营业利润率能否恢复。

06.4 | 资产负债表有缓冲，但不是轻资产安全垫

2026 财年末总资产约 1,700.95 亿日元，自己资本比率约 41.4%，现金及现金等价物约 275.69 亿日元，有息负债约 558 亿日元级。

Q1 末现金降到 254.91 亿日元，流动负债升至 542.32 亿，其中流动社债及借款 268.37 亿；非流动借款下降，但短期负债压力上升。

流动资产 643.29 亿、流动负债 542.32 亿，仍有覆盖，但安全垫并不宽。

对于正在同时推进国内新发电、海外电源和蓄电池的公司，资本结构必须与项目融资纪律一起看。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 股权结构较分散，没有明显单一控制股东

2026 年 3 月末第一大股东 UHPartners3 约 8.49%，Hikari Tsushin 相关账户约 6.84%，JFE Engineering 和户田建设各约 5.61%。

多家产业股东有利于避免单一母公司支配，但也意味着管理层必须靠自身资本纪律来证明价值。

07.2 | 董事会存在外部董事，但 2024 年风险事件更重要

公司董事会包括多名社外取締役。

形式治理并不是本轮最大的治理问题。

真正要问的是：2024 年造成巨额亏损的采购/交易风险，是偶发市场判断错误，还是过去的风险限额、销售采购协调、授权制度存在结构缺陷。

公司后来明确改变采购方式，说明组织确实进行了修复。

未来需要用数年盈利波动和现金流来验证，而不是把“规则已经改了”直接当成治理完成。

07.3 | 海外项目会成为下一轮治理和资本配置考试

柬埔寨和越南项目跨越政策、融资、建设、燃料、汇率和当地合作伙伴。

如果项目融资能够限制集团追索、补助/JCM 能够降低股权资本投入、长期购电条件稳定，则海外扩张可能提升资本效率。

若集团需要持续用母公司现金和债务填补延期或成本超支，海外会重新放大 2024 后刚修复的资产负债表风险。

08 | 资本政策

08.1 | 22 日元分红恢复是正面，但不是高回报资本政策

2026 财年公司把年度分红提高到 22 日元，2027 财年也计划 22 日元。

以 854 日元股价计算，股息率约 2.6%。

分红政策强调财务健全与稳定持续，没有明确累进分红或 DOE 硬约束。

这提供了一定股东回报，但不构成强资本政策溢价。

08.2 | 公司当前真正的资本政策是“继续投资”

2026 财年投资现金流-155.25 亿日元，远高于经营现金流 18.88 亿。

接下来还有：

- 112MW 新潟生物质计划；
- 柬埔寨水电/生物质/太阳能；
- 越南生物质项目；
- 系统蓄电池扩张。

所以资本配置最重要的不是分红从 11 变 22，而是每一笔新项目能不能创造超过资本成本的回报，以及集团是否避免用高杠杆支持低回报项目。

08.3 | 当前没有把低 PBR 转化为大规模回购的明确信号

PBR 约 0.94 倍，已经接近账面价值，但并非极端深折价。

在现金流和投资需求仍然很大的情况下，优先保留资本并不一定错误。

但如果未来项目回报低于资本成本而公司仍持续扩张，缺少回购/减债等替代资本用途会变成更大的负面证据。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 12.3 倍预测 PER、0.94 倍 PBR 属于合理偏低，不是无条件深度价值

9 月 18 日收盘 854 日元，对应预测 PER 约 12.32 倍、PBR 约 0.94 倍。

与 2020—2022 年市场给出的高成长价格相比，估值已经大幅压缩。

但低估值有清晰原因：

- 2024 年发生过巨大经营亏损；
- Q1 营业利润率只有约 1.3%；
- 经营现金流与资本开支错配；
- 海外和新发电项目继续需要资本；
- 电力交易和燃料价格本身高度波动。

所以 PBR 低于 1 倍不等于资产可以按账面价值无摩擦变现。

09.2 | 当前估值真正赌的是“利润稳定性”，不是销售增长

2027 财年公司预测销售 2,406.93 亿日元、同比+42.3%，但营业利润只预测 78.07 亿、同比+3.8%。

这说明公司自己也没有把高速销售增长直接翻译成利润增长。

如果全年营业利润能够兑现、现金流同步恢复，12 倍 PER 并不昂贵。

如果 Q1 低利润率延续，即使销售达到计划，估值也未必便宜。

09.3 | 安全边际要看三个条件一起成立

当前安全边际需要同时满足：

1. 2024 式采购错配不再复发；
2. 国内业务形成稳定营业现金流；
3. 海外/新电源投资采用可承受融资结构并逐步贡献回报。

少一条，账面折价都可能长期存在。

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：2023 年的崩塌是否已经结束，还是只是 600—900 日元低位区间里的反复脉冲

イーレックス上市后经历过多次大幅状态迁移。

2014 年上市初期股价约 400—500 日元，2015 年低至 258 日元；2019 年从 542 日元附近快速重估，全年收于 1,821 日元。

2020—2022 年形成高位运行时代：2020 年高 2,194、2021 年高 3,320、2022 年高 3,055 日元。

真正的结构断裂发生在 2023 年：年初约 2,153，年内高 2,488 后最低跌到 524，全年收 781，年度跌幅约 64%。

所以当前 Technical Question 不是“今年涨了 39%是不是强势”，而是：

2023 年从 2,000—3,000 日元高位体系坠落后，价格是否已经在 600—900 日元区域完成稳定，并开始向更高区域迁移。

10.2 | Chart Truth：旧高位状态已经死亡，低位新状态持续了三年

2023 低点 524 以后：

- 2024 低点 562、高点 905、收 742；
- 2025 低点 598、高点 886、收 614；
- 2026 截至 9 月低点 608、高点 1,118、当前 854。

2024—2025 并没有重新回到 1,500 以上，更没有回到 2020—2022 的 2,000—3,000 区域。

这说明旧高位长期价格吸引区对当前价格已经不再具有正常回归意义。

新的主要运行区间在 2023 崩塌后明显下移到约 600—900 日元。

10.3 | Envelope：下行振幅显著收敛，低点连续不再下探

2023 从 2,488 跌到 524，是一次接近 80% 的高能量坠落。

之后年度低点从 524 → 562 → 598 → 608 逐年略抬高。

这不是强上升趋势，但说明旧的持续下探过程已经明显衰减。

负向运动的 Envelope 在收缩，价格对 600 日元附近的重新吸收开始增强。

10.4 | 2026 年的 1,118 日元脉冲第一次真正离开近三年上沿

2024 高 905、2025 高 886，都没有突破 900 太远。

2026 年 3 月 31 日冲到 1,118，首次把价格明显推到过去两年主要上沿之上。

单次突破本身不能证明迁移。

真正关键的是随后怎么回。

10.5 | Return Topology：1,118 回落后没有重新跌回 600 附近，这是本轮最有价值的技术证据

3 月高点后，6 月月线低点约 715 日元，明显高于 1 月 608 低点以及 2024—2025 约 560—600 的下沿。

7 月股价重新上冲到 920，8 月主要运行在 811—908，9 月至 18 日低点约 817、收 854。

也就是说，1,118 脉冲没有被完全吸回到原来的 600 附近。

这是“旧低位状态回复约束正在减弱”的正面证据。

但价格也没有把 1,000—1,100 稳定保留下来，所以新高位状态仍未建立。

10.6 | 价格重心正在抬升，但迁移质量只到中段

2024—2025 长期运行重心主要位于 600—800 附近。

2026 年 3 月脉冲之后，6 月低点 715，7 月以后多数时间重新运行在 800 以上。

这种回抽后的更高重组，比“突破 1,100”本身更重要。

目前可以说价格重心已经比 2025 年低位改善，但还不能说已经形成 1,000 日元以上新的稳定运行区间。

10.7 | 事件响应：基本面修复并没有制造第二次垂直脉冲，反而留下更稳定的 800 日元区间

2026 年 5 月年度决算确认盈利恢复，但公司当时没有给出完整下一期指引；之后价格并未回到 3 月 1,118 高点，而是在 700—900 整理。

7 月公司重新给出 FY2027 预测，8 月 Q1 又出现销售强、营业利润弱的混合信息。

截至 9 月，价格仍保持 800 日元以上，没有因为 Q1 营业利润下滑重新跌回 600 附近。

这更接近 Price-resilient / mixed timing：价格对基本面弱点有承受力，但尚未用新高证明市场已经相信长期盈利跃迁。

事件本身不是 Technical 证据；这里使用的是事件之后的实际价格保留。

10.8 | Failed Pulse Memory：2019—2022 高位记忆仍然很远

2019 从低位迅速重估，2020—2022 长期处于 1,000—3,000 日元大区间，随后 2023 崩塌。

这意味着上方历史成本和失败记忆非常厚。

即使价格重新站上 1,000，距离旧高位记忆仍很远。

因此“900—1,100 被保留”只能证明低位状态在迁移，不能证明旧高位状态已经恢复。

10.9 | Current Technical State

本轮纯价格 Technical State 定义为：

2023 年高能量崩塌之后，价格在约 560—900 日元形成多年度低位稳定区；年度低点连续三年不再下探，2026 首次冲出 1,100 并在回落后把主要运行区间抬到 800 附近，说明旧低位回复约束正在减弱；但 1,000—1,100 尚未形成可重复稳定区间，因此属于“旧状态已明显弱化、新状态正在建立但未确认”的中段迁移。

Technical Confidence：MEDIUM-HIGH。

10.10 | 下一次最有信息价值的价格证据

重点观察：

- 800—820 附近再回抽时是否继续保留；
- 715 是否成为 2026 脉冲后的更高结构低点；
- 900 上方停留时间能否延长；
- 1,000—1,118 突破后是否能够回抽不破 900；
- 若重新跌破 715 并向 600 靠近，说明 2026 脉冲仍只是低位区间中的一次失败扩张。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 采购/销售错配再次发生

这是全报告最重要的单一风险。

如果固定价销售、实际用电量和采购期限再度错配，交易业务可能在短时间吞掉大量利润。

11.2 | 电力/燃料价格剧烈波动

中东情势、汇率、燃料和 JEPX 价格都会改变采购成本。

风险能否被合同、交易和自有电源吸收，是平台价值的核心检验。

11.3 | 资本开支和融资压力

海外、新潟和蓄电池项目同时推进时，若经营现金流没有同步增加，公司可能继续依赖债务或其他融资。

11.4 | 海外执行

柬埔寨水电、生物质、太阳能以及越南项目涉及建设、政策、外汇、融资和本地合作伙伴。

延期或成本超支会直接改变项目回报。

11.5 | 生物质燃料可持续性与政策

木质燃料的可持续性标准、补贴/FIT/FIP/长期脱碳电源制度变化都可能影响资产经济性。

11.6 | 国内发电资产利用率

糸魚川长期因需给调整停止、土佐休止，说明名义装机并不等于高利用率现金资产。

11.7 | 正面催化剂

- FY2027 营业利润 78.07 亿日元按计划兑现；
- 零售/交易在高波动市场继续保持正营业利润；
- 经营现金流明显恢复并覆盖更大比例资本开支；
- 串间蓄电池及后续项目形成可复制聚合收益；
- 柬埔寨 80MW 水电按计划投运；
- 越南混烧走向商业合同；
- 新潟 112MW 项目资本回报/融资条件清晰化；
- 股价稳定保留 900—1,100 日元新区域。

12 | 反常识发现

12.1 | Power44 最重要发现：零售是イーレックス最大的优势候选，也是最大风险源

很多能源公司研究会把“发电资产”放在最中心。

イーレックス的历史却告诉我们，真正决定集团利润波动的是零售合同与采购/交易之间的匹配。

2024 的灾难和 2025—2026 的修复都发生在这条链上。

因此零售不是简单销售渠道，而是集团风险管理体系的入口。

12.2 | 418MW 装机不能直接当成 418MW“赚钱资产”

官网披露 418MW 自有发电输出总计，但月度披露显示糸魚川可以整月停机，土佐长期休止，大船渡又不披露月度送电量。

这意味着资产价值不能只用 MW 乘一个行业估值。

真正重要的是每座资产在市场价格、燃料、检修和制度下的可运行利润。

12.3 | 蓄电池真正的价值可能不是电池利润，而是修复平台的风险结构

2MW/8MWh 项目本身对集团收入很小。

但如果聚合能力能够让公司在现货、容量和需给调整市场之间更灵活地管理供需，它对“避免再次采购错配”的价值可能大于项目自身会计利润。

这个机制目前仍是待验证的 Synthesis 假设，不提前计入高分。

12.4 | 海外融资结构比海外项目数量更重要

柬埔寨、越南项目多，看起来增长空间大。

但对普通股东来说，项目是否得到 JCM 补助、JBIC/项目融资、当地伙伴股权和长期购电安排，远比“海外 22 座计划”更重要。

项目越多，不代表每股价值越高。

12.5 | Technical 改善领先于盈利质量证明

2026 年价格已经把崩塌后的低点结构抬高，并在 3 月脉冲回落后守在 800 附近。

但 Q1 营业利润率只有约 1.3%，经营现金流也尚未形成稳定高质量。

当前更像价格先对修复可能性给出部分信用，而基本面需要继续追上。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 零售/交易风险纪律

- 高压/低压销售电量；
- 固定价、市场联动、其他合同的结构；
- 实际销售量与采购量偏差；
- JEPX 和相对采购占比；
- 套保/衍生品的规模、期限和基差；
- 零售/交易的单位电量毛利；
- 客户续约率和获客成本。

13.2 | 现金流与资本

- FY2027 经营现金流恢复；
- 投资现金流与经营现金流差额；
- 流动负债和短期借款；
- 海外项目母公司股权投入；
- 项目融资是否为有限追索；
- 未来分红与减债优先级。

13.3 | 国内电源与蓄电池

- 佐伯、豊前、中城、糸魚川月度送电量；
- 土佐是否继续休止；
- 大船渡的运营状态；
- 串间蓄电池在需给调整/容量/现货市场的收益；
- 第 2/第 3 号蓄电池项目复制速度。

13.4 | 海外

- 柬埔寨 80MW 水电正式投运日期；
- 50MW 生物质和 40MW 太阳能实际开工/融资；
- 数据中心可行性是否转成投资；
- 越南第三次混烧试验结果和商业化合同；
- 越南/柬埔寨项目的 ROIC 和现金回收周期。

13.5 | Technical

- 715 更高低点是否守住；
- 800—820 回抽质量；
- 900 以上停留；
- 1,000—1,118 突破后的 Return Topology；
- 若跌回 600 附近，重新下调迁移判断。

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	60	7.80	自己资本比率约 41%、现金约 255 亿仍有缓冲；但有息负债约 558 亿级、Q1 流动负债上升，同时存在多项资本密集投资。
竞争优势与结构耐久性	14	60	8.40	零售规模、交易、燃料、自有电源和蓄电池形成真实能力组合；2024 采购错配巨亏证明这套组合尚未形成稳定经济租金。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	50	8.50	会计利润已恢复，但 FY2026 经营 CF 仅 18.88 亿、投资 CF-155.25 亿，Q1 营业利润率约 1.3%，现金与资本效率仍是弱点。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	65	7.15	零售/交易与燃料/发电/聚合连接完整，业务选择权较多；客户利润结构、采购匹配、燃料和市场价格都是高敏感依赖。
估值与安全边际	15	68	10.20	约 12.3 倍预测 PER、0.94 倍 PBR 不贵，市场已显著压缩过去成长溢价；但高资本开支和利润波动使低 PBR 并非无条件安全边际。
资本配置与股东回报	10	55	5.50	22 日元分红恢复且较前期提高；但当前核心仍是大额增长投资，尚缺项目 ROIC 和现金覆盖率证明，也没有强回购纪律。
治理、所有权与管理层	7	55	3.85	股权较分散、社外董事存在；2024 交易风险事件是重要治理反证，后续风险纪律虽已修复但需要更长实绩验证。
Kabugami 技术结构	13	65	8.45	2023 崩塌后低点连续抬升，2026

				首次冲出近两年上沿且回落后主要运行区间抬至 800 附近；1,000—1,100 尚未形成稳定新区间。
总分	100		59.85	B

14.1 | 为什么是 B

イーレックス不是没有能力：零售规模、交易、燃料、自有电源、蓄电池和海外开发都是真实资产/能力。

但当前最关键的两项还没有过关：

- 1. 风险管理能否稳定转化成营业利润和现金；
- 2. 增长投资能否在不重新拉高财务风险的情况下创造 ROIC。

估值已经不高，Technical 也从 2023 崩塌中明显稳定，因此不是低质量的 D/C 状态。

但在经营现金流、Q1 营业利润率和项目资本效率尚未证明之前，也不足以把“能力很多”直接升级成高质量 B+或 A。

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。最新财务信息使用 2026-08-10 发布的 2027 财年 Q1；最新公司经营信息纳入 2026-09-16 公开的越南第三次生物质混烧试验与 2026 年 8 月国内发电量。Technical settled 观察使用 2026-09-18 完整东证交易日收盘 854 日元，不使用 9 月 19 日周六不存在的东证新 K 线。

Power44 临时电力方向仅作为 Open Discovery 起始 VOI 假设。因为电力零售/交易本身就是集团收入和历史盈亏的核心，本轮专项问题自然成为主 Investment Question；没有给电力业务增加 Score 权重，也没有改变 Coverage35、Technical、Synthesis、Score、Routing 或 00—15 的正常研究架构。

Owner 月线图 attachment 3902 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，由现有 /owner-media/assign 同轮完成 Review-specific 绑定；该图用于公开视觉，不是 Technical 唯一证据。

15.2 | 主要来源

- 1. イーレックス | 会社概要（2026-03-31）

<https://www.erex.co.jp/company/about/>

- 2. イーレックス | 公司首页 / 当前业务与最新披露

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

3. イーレックス | 系統用蓄電池第 1 号商业运行 (2026-04-07)

<https://www.erex.co.jp/news/pressrelease/3150/>

4. イーレックス | 需给调整市场首次交易 (2026-08-04)

<https://www.erex.co.jp/news/pressrelease/3588/>

5. イーレックス | 新潟 112MW 生物质长期脱碳电源拍卖中标 (2026-05-13)

<https://www.erex.co.jp/news/pressrelease/3173/>

6. イーレックス | 柬埔寨 50MW 生物质 JCM 设备补助采用 (2026-07-15)

<https://www.erex.co.jp/news/pressrelease/3550/>

7. イーレックス | 柬埔寨数据中心可行性/投资政府批准 (2026-08-10)

<https://www.erex.co.jp/news/pressrelease/3601/>

8. イーレックス | 股票与大股东信息 (2026-03-31)

<https://www.erex.co.jp/ir/stock/stockinfo/>

9. イーレックス | 2026 财年分红预测修正 (2026-03-02)

<https://www.erex.co.jp/news/pressrelease/3115/>

10. イーレックス | 2026 年 4 月国内发电量与休止/调整信息

<https://www.erex.co.jp/news/information/3179/>

11. イーレックス | 2025 年 12 月国内发电量与发电站状态

<https://www.erex.co.jp/news/information/3082/>

12. Yahoo!ファイナンス | 9517 2027 财年 Q1 财务摘要

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9517.T/financials>

13. Yahoo!ファイナンス | 9517 2026-09-18 价格/估值/时序

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9517.T/history>

14. Yahoo!ファイナンス | 9517 企业/收入结构

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/9517.T/profile>

15. IRBANK | 9517 现金流 (2026 财年 OCF/投资 CF/融资 CF)

<https://irbank.net/E31065/cf>

16. IRBANK | 9517 资产负债表/财务状况

<https://irbank.net/E31065/bs>

17. 株探 | 9517 长期年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/9517/historical_prices/yearly/

18. 株探 | 9517 月次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/9517/historical_prices/monthly/

19. Owner 提供 9517 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3902；依据 Power44 CURRENT MAP 明确映射，正式 HANDOFF 携带既有 Single Report Owner Media 控制。

15.3 | 重要 Research Debt

- 高压/低压客户续约率、客户集中度与单位获客成本；
- 固定价/市场联动合同的销售占比、期限和经济毛利；
- 销售电量与采购电量的实时偏差、风险限额和内部治理方式；
- 电力衍生品/套保比例、期限和基差风险；
- 自有电源在集团零售采购中的真实覆盖比例；
- 木质燃料长期合同、现货比例、币种、热量与物流成本；
- 大船渡实际送电量、糸魚川恢复条件、土佐休止资产的未来处理；
- 系統蓄電池第 1—3 号项目的单位资本回报；
- 柬埔寨/越南各项目母公司股权投入、项目融资追索边界、长期 PPA 与预期 ROIC；
- FY2027 营业利润 78.07 亿日元的季度利润率修复路径；
- FY2027 经营现金流能否重新覆盖更大比例投资；
- 715/800 日元区域下一次回抽的保留，以及 900—1,118 上方迁移质量。

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 9517 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。