9514 株式会社エフオン（EF-ON INC.）

Kabugami V3.2 65.08/100 · B+

这家公司是做什么的

エフオン经营白河、日田、丰后大野、壬生、新宫五座木质生物质电站，同时通过山林业务组织木质燃料，通过省能源支援服务参与客户侧节能，并向高压/特别高压法人客户销售固定价或市场联动电力及环境…

最近亮点

2026财年销售207.37亿日元、同比+17.8%，营业利润4.19亿日元、同比-68.2%，经常利润16.72亿日元、同比+51.6%，归母净利润11.98亿日元、同比+69.7%。经常利润中包含10.10亿日元电力先物/衍生品…

资料截止 2026-10-01 · 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、投资勸诱、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	2026-10-01
研究规则版本 SHA	e0df78f11be53f06500f692b7084dde1bcb00d06
评分版本	V3.2
发布源 SHA	9584228d109fde78bdd2742bf896818e3122d250
交付代码版本 SHA	ae291d132fe070ec22caf9fa0d49b08158dac753
交付运行时指纹	de81ee82af3cd0b6010081b54dc5bc4336bc8e1200f4c11fd0e23220c1c2b5fd

先看研究要点

为什么值得研究	五座木质生物质电站构成真实资产基础；2026 财年白河、日田、丰后大野、王生设备利用率约 94%—96%，新宫也恢复到 77.8%。经营现金流 28.24 亿日元、自己资本比率 44.2%，长期借款从 199.26 亿降到 184.34 亿。电力零售外部销售快速扩大，并已经同时提供固定价格和市场联动合同及环境价值电力。
最需要担心什么	木质燃料约占五座电站费用六成，燃料集荷、灰处理和维修费用直接决定发电利润；新宫曾因燃料不足持续出力抑制。2026 财年电力零售因固定价格型合同增加，在 4—6 月 JEPX 价格上升时全年分部亏损 2.89 亿日元；虽然期货实现差益后经济结果改善，但会计与实际合同风险错位使报表波动大。日本テクノ持股 32.58%、属于“其他关联公司”，同时也是电力零售相关产业方，治理与竞争/协同边界需要持续观察。
Kabugami 现在怎么看	エフオン的真正投资价值不在“再生能源”标签，而在能否把木材资源、燃料集荷、五座电站的高设备利用率和电力零售组合成稳定现金回报。Power44 专项确认零售业务已经从边缘业务扩大为 2026 财年 73.32 亿日元外部销售，并且公司用电力期货对固定价合同进行风险管理；问题是 2026 财年零售仍亏损、发电本业也受维修/灰处理/燃料不足挤压，利润质量因此明显弱于经常利润表面数字。当前 B+来自极低估值、资产负债表改善、五电站/林业体系和本业恢复潜力；要升级为更高质量，需要营业利润而不是衍生品估值来证明盈利。

01｜投资问题与当前结论

01.1｜核心问题：五座生物质电站能否从“资产已经建成”走到“稳定资本回报”

エフオン已经完成五座木质生物质电站布局，并进一步经营山林与电力零售。

这使公司不再处于纯开发期；投资价值开始取决于已有资产能否高稼働、低成本获得燃料，并把发电量以足够好的价格卖出。

因此本轮公司特有的核心问题是：

木材集荷—生物质发电—零售/环境价值的一体化链条，能否在不依赖衍生品评价益的情况下，把 2026 财年仅 4.19 亿日元营业利润恢复到公司预计的 18 亿日元，并长期覆盖约 200 亿日元级借款和持续维修资本需求。

01.2｜当前答案：资产运转能力大体存在，但利润结构还没有稳定

2026 财年五座电站中四座设备利用率约 94%—96%，说明成熟电站本身并没有系统性失去发电能力。

主要弱点集中在：

- 新宫燃料不足造成持续出力抑制；
- 维修、灰处理、人工与设备价格上涨；
- 零售固定价合同在 JEPX 上涨时压缩毛利；
- 期货套保经济结果和会计确认时点不同，制造巨大营业外波动。

所以当前应定义为：运营底盘仍在，本业利润率失真且需要恢复。

01.3｜2026-09-19 之后的 Material Update：基本面没有新财报，但治理与价格边界发生了更新

2026 年 9 月 25 日，公司召开第 30 回定时股东大会；9 月 28 日又披露了“支配株主等（其他の関係会社）に関する事項について”。这两件事都属于本 Review 上一版本之后的新治理信息，因此本轮不能简单把 9 月 19 日的结论原样当成最新 Current。公司 IR 日历确认第 30 回定时股东大会于 9 月 25 日举行。✂ite turn7search3 turn4search3☎

与此同时，9 月 30 日股价收于 351 日元，较 9 月 18 日的 361 日元小幅回落，但仍处于 2026 年 310—439 日元的年内区间内部。9 月 24 日曾从 360 日元开盘下探 340 日元，随后重新回到 350 日元附近，✂ cite turn11search0 turn11search2☎

股东提案方面，8 月 12 日公司已经公开董事会反对相关提案，提案包括分红决定机关的定款变更及期末分红 30 日元案。由于本轮检索没有取得足以独立确认 9 月 25 日最终表决结果的可靠原始结果文件，因此不把“通过/否决”写成事实，而把它保留为治理与资本政策的 Material UNKNOWN。cite turn8search1 turn6search11☎

因此，这次 MATERIAL_UPDATE 没有推翻上一 Review 的核心判断，也没有理由为了“有新 Review”而强行改变 Score。真正发生的变化是：资本配置与股东回报的争议已经从公司战略层面进入实际股东治理事件；价格则仍在原有低位平台内运行。 当前 Research Truth 仍支持原有 65.08 / B+判断，但下一次 Review 必须把股东大会结果、资本政策实际执行与 2027 财年 Q1 营业利润恢复放在同一条因果链上。

01.3｜什么证据最能提高判断

真正能让判断升级的不是下一季经常利润再出现大幅增长，而是：

1. 新宫设备利用率继续提高且燃料不足消失；

2. 五电站维修/灰处理/燃料单位成本回落；

3. 电力零售在把期货经济效果合并考虑后稳定盈利；

4. 2027 财年营业利润 18 亿日元预测兑现；

5. 经营现金流继续覆盖投资、还债和分红。

02｜公司本质与商业模式

02.1｜エフオン不是单纯发电商，而是一条纵向能源链

公司公开把业务分成四个方向：省能源支援、绿色电力、山林和电力零售。

经济上可以归纳成三层：

- 上游：山林获取、施业、原木和木质燃料；
- 中游：五座木质生物质电站发电；
- 下游：向法人客户销售电力、非化石价值，并提供省能源支援。

如果三层协同有效，公司能够控制更多燃料供应和销售渠道；如果协同差，则会同时承担林业成本、发电资产和零售价格风险。

02.2｜FIT/FIP 与市场化销售并存，使收入不再完全固定

集团电站历史上大量依赖 FIT 等制度性收入，燃料类别对应不同买取单价。

随着电力市场化、电力零售和部分市场价格暴露增加，收入与风险结构变得更复杂。

这提高了经营灵活性，也要求公司具备更强交易、套期、合同定价能力。

02.3｜山林不是 ESG 装饰，而是燃料安全的一部分

公司通过エフバイオス等开展山林施业，公开披露拥有/管理林地并扩大机械和人力投入。

五电站费用中燃料约占六成，木质燃料集荷不是采购部门的小问题，而是主业经济性核心。

因此自有山林、区域集荷网络和原木生产效率会直接影响电站稼働率与燃料成本。

03｜产品、客户与供应链

03.1｜五座发电站构成主要生产资产

集团运营白河、日田、丰后大野、壬生和新宫五座木质生物质发电站，单站规模约 12—18MW。

2026 财年设备利用率约：

- 白河 96.1%；
- 日田 96.1%；
- 丰后大野 94.0%；
- 壬生 95.8%；
- 新宫 77.8%。

前四座说明成熟运营能力较高，新宫则仍是拖累和改善空间同时存在的资产。

03.2｜燃料供应决定发电量，也决定毛利

生物质电站不是“燃料免费”的可再生能源。

五站费用中木质燃料约占六成，燃料还存在水分、热值、距离和木材类别差异。

历史资料显示公司每年需要数十万吨未利用木材、一般木材等燃料。若局部林业供给紧张、运输成本上升或木质价格上涨，电站即使设备完好也可能降负荷。

新宫燃料集荷不足已经证明这一风险会直接发生。

03.3｜维修与灰处理是被低估的“第二燃料成本”

2026 财年グリーンエナジー分部利润下降 40.5%，不只是燃料问题。

日田上一年两年连续运行使维修费用异常低，而当年恢复定检；多座电站零部件/作业费上涨，白河以外灰处理费用也增加。

因此生物质电站稳定盈利需要同时管理燃料、维修、灰处理和人力，而不是只看发电量。

03.4｜零售业务快速扩大，但利润尚不稳定

2026 财年电力零售外部销售 73.32 亿日元，显著高于上一年度。

公司向高压/特别高压法人提供固定价格与市场联动合同，并可组合非化石证书，把集团生物质发电的追踪环境价值提供给客户。

增长很快，但当固定价格合同增加而 JEPX 上涨时，采购成本无法同步转嫁，2026 财年分部出现 2.89 亿日元亏损。

03.5｜套保是必要能力，不应被误解成投机利润

公司为固定价格零售合同的一定电量使用电力期货稳定未来采购经济性。

2026 财年实现电力期货差益 3.97 亿日元；考虑这部分后，零售分部 2.89 亿亏损的经济结果约为 1.08 亿日元正贡献。

但现行会计下电力期货难以对零售采购采用套期会计，未到期合约评价益进入营业外，因此报表营业利润与经常利润会出现巨大分离。

这正是研究必须剥离会计表象的原因。

04｜竞争格局与产业关系

04.1｜生物质竞争的核心是燃料半径，而不是全国装机量

木材运输成本高，电站经济性高度依赖周边 50—100km 等合理集荷半径内的森林资源、林业经营者、加工剩余材和道路条件。

所以竞争是地方性的：同一区域新增生物质电站可能争夺同一批木材。

エフオン通过长期林业业务与设备投入提高集荷能力，但并不能创造无限燃料。

04.2｜发电资产存在进入壁垒，但经济租金受 FIT 制度与成本约束

五座已建成电站的许可、融资、施工、并网和长期运营经验具有复制成本。

然而在制度定价下，销售单价大体可知，真正差异会更多体现为燃料和运营效率。

因此护城河是项目/运营能力＋区域燃料网络，而不是自由定价权。

04.3｜零售市场竞争更激烈
法人客户可以选择大型电力、区域电力、综合商社、新电力和多种市场联动产品。

エフオン的差异化是生物质来源、环境价值和与自产电源的故事/可追踪性。

但固定价格和市场联动合同本身高度可比较，长期竞争优势仍需要靠采购、对冲和客户关系证明。

04.4｜日本テクノ是 32.58%主要股东，也属于相邻产业方
2026 年 6 月日本テクノ持有 32.58%，属于“其他关联公司”。日本テクノ本身经营电气设备保安与电力销售。

公司过去披露与日本テクノ不存在重要交易、无人事兼任并认为经营独立性得到确保。

这降低了直接利益输送担忧，但相邻产业关系仍值得观察：未来如果出现交易、资产合作或客户/电力流转，需要按市场公平性评价。

05｜护城河判断

05.1｜护城河强度：中等
真实壁垒来自：

- 五座已建生物质电站；
- 长期运行与维修经验；
- 木质燃料集荷与林业组织；
- 自有/管理山林和施业机械；
- FIT/FIP、电力市场和非化石价值运营经验；
- 电力零售与期货风险管理能力。

这些能力需要多年和大量资本积累。

05.2｜为什么不是强护城河
最强反证是利润波动。

如果壁垒足够强，公司应该能够持续把成本上涨转嫁给客户或保持高稼働高利润；现实是新宫燃料不足、维修/灰处理上升和零售采购价格都显著压缩 2026 财年营业利润。

这说明资产很真实，但经济租金不稳定。

05.3｜护城河的下一次验证指标
真正需要跟踪的是：

- 五站平均设备利用率；
- 每 MWh 燃料与维修成本；
- 自有/直接集荷燃料占比；
- 新宫燃料不足是否关闭；
- 零售合同的经济毛利而非会计分部利润；
- 客户续约和固定价/市场联动组合。

06｜财务质量与现金流

06.1｜2026 财年销售增长，但本业利润明显恶化
销售 207.37 亿日元，同比+17.8%；营业利润 4.19 亿，同比-68.2%。

营业利润率从约 7.5%降至约 2.0%。

这是本轮最重要的反证：规模增长没有同步变成营业利润。

06.2｜经常利润 16.72 亿不能直接代表正常化盈利
营业外收入中包括：

- 衍生品评价益 10.10 亿日元；
- 电力期货已实现差益 3.97 亿日元。

前者是未到期合同的时点公允价值变化，不代表当期现金利润；后者更接近对固定价零售合同采购风险的经济对冲，但会计位置在营业外。

因此正常化判断既不能只看 4.19 亿营业利润，也不能把 16.72 亿经常利润全部年化。需要把零售合同和对应期货作为一个经济组合评估。

06.3｜经营现金流仍有韧性
2026 财年经营现金流 28.24 亿日元，上一财年 29.85 亿。

即使营业利润弱，折旧和营运资金结构使集团仍能产生较强现金。

投资现金流支出 17.66 亿，主要包括山林土地/立木和生产设备；财务现金流支出 18.14 亿，主要是偿还电站建设借款。

这说明公司仍在“资产运营→产生现金→继续投资＋降债”的循环中。

06.4｜资产负债表逐年改善
总资产 446.21 亿日元、净资产 197.10 亿，自己资本比率 44.2%，从 2022 财年的 37.1%持续提高。

一年内到期长期借款约 19.64 亿、长期借款 184.34 亿，合计约 204 亿日元；较上一年度继续下降。

现金及等价物约 46.44 亿。

债务不低，但方向是去杠杆，不是加杠杆。

06.5｜债务/现金流仍要求持续稳定运营
公司披露现金流对有息负债比约 7.2 年、利息覆盖约 8.6 倍。

这个水平并不脆弱，但也不是几乎无债务的公用事业资产。

如果多个电站同时出现燃料/设备问题，或零售采购出现持续大亏，债务会迅速重新成为估值约束。

07｜股东、管理层与治理

07.1｜日本テクノ 32.58%是所有权结构第一事实
日本テクノ长期持有约 32.58%，被认定为“其他关联公司”。

这种稳定主要股东可以提供长期资本视角；但由于其自身也从事电力相关业务，未来关联交易、公平竞争和战略协同都必须透明。

07.2｜公司过去明确主张经营独立性
公司披露过去与日本テクノ没有重要交易、董事兼任等关系，并认为经营独立性得到确保。

这是一项正面治理事实。

但“目前无交易”不是永久保证，尤其公司零售、林业和发电组合持续变化，未来仍需逐年复核。

07.3｜资本密集型业务需要更强项目纪律
管理层最重要的治理能力不是一般行政合规，而是：

- 是否及时处理低效电站/项目；
- 是否为零售固定价合同建立足够套保；
- 是否控制燃料与维修成本；
- 是否避免为了装机规模继续增加低回报资本。

2026 财年营业利润下滑说明这些能力仍在接受现实检验。

08｜资本政策

08.1｜当前资本政策优先级明显是降债和运营改善
2026 财年财务现金流主要用于偿还电站建设长期借款，借款余额下降。

在营业利润低谷期，这比高额回购更符合风险控制。

08.2｜股息存在，但不是投资逻辑核心
2026 财年年度股息 8 日元，按 361 日元股价约 2.2%。

派息对股东有实际回报，但相比五电站资产、降债和运营修复，分红并不是当前价值释放的主要杠杆。

08.3｜未来最有价值的资本动作是提高旧资产回报，而不是继续堆新装机
公司已有五座电站并持续投资山林。

在 PBR 0.39 倍背景下，管理层应优先证明现有资产产生更高营业现金回报；只有新项目 IRR 明显高于资本成本时，继续扩张才创造价值。

09｜估值与安全边际

09.1｜0.39 倍 PBR 属于深折价
9 月 18 日 361 日元，对应 PBR 约 0.39 倍。

如果资产能够稳定赚取合理回报，这一折价明显；但 2026 财年本业营业利润率只有 2%左右，市场折价有现实依据。

低 PBR 的本质问题是：账面资产能不能更高效率地赚钱。

09.2｜约 5.9 倍预测 PER 很低，但依赖 18 亿营业利润恢复
Yahoo 口径预测 PER 约 5.87 倍，对应公司 2027 财年归母净利润 13 亿日元预测。

同时公司预计营业利润从 4.19 亿恢复到 18 亿。

若这一恢复发生，当前估值很有吸引力；若本业继续只有数亿营业利润而经常利润依赖衍生品，低 PER 会是盈利质量幻觉。

09.3｜估值判断必须把期货和零售合并看
固定价零售合同造成的经营亏损，部分被电力期货经济性抵消。

因此只看营业利润会低估零售套保价值；只看经常利润又会把未到期评价益当成已赚现金。

正确方法是关注：

零售合同最终实现毛利 + 对应已实现期货损益 − 获客/运营成本。

09.4｜价格安全边际来自折价，不来自 Technical 底部确认
股价确实已从 2021 年 1,000 日元以上长期下跌到 300—400 日元区域，但最近三年仍在宽幅底部整理，尚未形成明确长期上升状态。

所以估值有安全边际，Technical 确认仍偏早。

10｜Kabugami 技术结构
Owner 原始月线图： 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3901。该图为 Section 10 公开视觉权威；Technical 判断同时基于 2005 年以来长期真实市场历史与 2026-09-18 完整交易日数据，不以单张图替代价格研究。

10.1｜Technical Question：长期下跌后的 280—450 日元平台，是状态转换还是仍在旧下降趋势里休息
9514 在 2005 年上市初期曾出现 6,000 日元以上极端高价，随后多年大幅下行。

2017—2021 还有过 1,000 日元级重估，但 2021 年高 1,359、收 618；2022 年高 774、收 492；2023 年高 699、收 449；2024 年收 387；2025 年收 353。

所以当前不是“高位整理”，而是明显经历长期价格中心下移后，在 300—400 日元重新组织。

10.2｜Chart Truth：2024—2026 低点出现初步稳定，但高点没有完成迁移
最近年度区间：

- 2023：高 699、低 411、收 449；
- 2024：高 464、低 283、收 387；
- 2025：高 458、低 281、收 353；
- 2026 截至 9 月 18 日：高 439、低 310、收 361。

2024 和 2025 低点几乎重合在 280 附近，2026 年低点抬到 310，是一项早期正面证据。

但年度高点从 699 降到 464→458→439，说明上方价格中心仍没有真正向上迁移。

10.3｜Return Topology：310 低点后的反弹被保留，但仍在旧平台内部
2026 年 6 月 29 日触及 310 后，9 月 18 日回到 361。

这说明 310 附近有买盘吸收，但 361 仍处在过去两年 280—460 的大平台内部。

因此目前只能说平台下沿略有抬高，不能说长期突破已经发生。

10.4｜Damping：旧的千日元级波动已经大幅衰减
2017—2021 存在极大的上冲与回撤；2024 以后年度波幅显著收窄。

这代表价格系统从高速下行/脉冲进入更低能量平台。

在 Kabugami 语义里，这种阻尼增强是“可能接近状态转换”的必要条件之一，但不是充分条件。

10.5｜Memory：300—400 正在形成新的长期记忆中心
过去两年大多数价格活动集中在 300—450。

如果后续负面业绩仍无法把价格打破 280—310，并出现多次回抽后低点继续抬升，新的长期记忆会增强。

反之，如果再次跌破 280 并长期停留，当前平台会被证伪为下降中继。

10.6｜Compression：这里确实存在平台压缩，但上沿突破缺失
这只股票符合“长期下跌后平台收敛”的部分 Kabugami 偏好。

但当前最关键的确认还没有发生：突破 450—460 旧平台上沿后回抽不破，并形成更高价格中心。

所以 Technical 不能因“看起来便宜”提前给出成熟底部结论。

10.7｜事件响应：8 月本决算后价格没有再次探底，是温和正面
8 月 12 日公布营业利润大幅下降但 2027 财年恢复预测后，股价大致在 330—360 区域维持，并在 9 月中旬回升到 361。

Technical 只记录结果：如此复杂的业绩没有把价格重新压回 310 以下，说明市场对坏消息的边际吸收有所增强。

但目前还不足以构成上行状态切换。

10.8｜Current Technical State
本轮纯价格 Technical State 定义为：

长期下降后进入约 280—460 日元的多年度低位平台，2026 低点 310 略高于 2024/2025 约 281—283 低点，阻尼和下沿稳定性开始改善；但年度高点继续下移，450—460 上沿未突破，当前仍是早期稳定/压缩而非确认上行迁移。

Technical Confidence：MEDIUM-HIGH。

10.9｜下一次最有信息价值的价格证据
重点观察：

- 310 附近再次回抽时是否保持；
- 280—300 是否继续成为不可轻易跌破的历史平台下沿；
- 400 以上停留时间能否延长；

- 450—460 突破后是否回抽不破；
- 如果 2027 财年营业利润恢复兑现，价格是否真正形成更高中心，而不是只做事件脉冲。

11｜风险与催化剂

11.1｜燃料集荷风险
新宫已经发生燃料不足与出力抑制。

气候、林业劳动力、运输半径和木材竞争都可能影响燃料量与成本。

11.2｜维修与灰处理成本
多座电站的维修、零部件、作业和灰处理费用上升，是 2026 财年グリーンエナジー利润下降的重要原因。

成熟电站不是“建成后成本固定”的资产。

11.3｜零售固定价合同与 JEPX 风险
固定价客户增加使公司必须管理未来采购价格。

期货可以降低经济风险，但若套保比例、期限和客户合同不匹配，仍会形成基差和时点风险。

11.4｜衍生品会计波动
未到期电力期货评价益可能下一期反转。

因此经常利润和 EPS 在季度间可能表现出与本业完全不同的波动。

11.5｜利率与债务
长期借款约 184 亿日元，利率上升会提高资本成本。

虽然公司持续偿还借款，但电站资本密集属性不会消失。

11.6｜政策与可持续性
生物质发电依赖 FIT/FIP、非化石价值和可持续燃料认证等制度环境。

若对生物质碳中和属性、燃料来源或补贴制度要求收紧，经济性可能变化。

11.7｜催化剂
正面催化剂包括：

- 新宫燃料集荷正常化并继续提高利用率；
- 2027 财年营业利润向 18 亿日元恢复；
- 五电站维修/灰处理单位成本下降；
- 零售合同在套保后实现稳定盈利；
- 山林直接集荷比率和生产效率提高；
- 借款继续下降、自己资本比率继续提高；
- 股价突破 450—460 并完成回抽确认。

12｜反常识发现

12.1｜Power44 最重要发现：电力零售亏损不等于这门生意“经济上一定亏”
2026 财年零售分部亏损 2.89 亿日元，但对应电力期货已实现差益 3.97 亿日元计在营业外。

这意味着会计分部利润与合同经济性发生错位。

因此判断零售业务不能只盯营业利润表；必须把对应套保已实现损益一起看。

12.2｜反过来，经常利润大增也不等于经营变好
未到期衍生品评价益 10.10 亿日元进入营业外，把经常利润推到 16.72 亿。

这部分可能随市场变化反转，且没有等额当期现金。

所以本轮最有信息价值的结论恰好是：营业利润太悲观，经常利润又太乐观。

真正盈利在两者之间，需要按合同生命周期还原。

12.3｜山林业务不是环保故事，而是解决燃料瓶颈的资本投入
公司持续买入/管理山林、增加施业机械与人员，看上去会提高成本和折旧。

但如果它能够稳定五座电站燃料、降低外采和运输风险，这些投入实际上是在保护发电资产利用率。

新宫燃料不足让这一逻辑从战略想象变成现实需求。

12.4｜低 PBR 最强验证不是资产重估，而是营业利润恢复
0.39 倍 PBR 看起来极低。

但如果五电站长期只能创造几亿日元营业利润，折价完全可能持续。

市场真正需要的不是证明电站“值很多钱”，而是证明这些资产能稳定产生超过资本成本的现金回报。

12.5｜Technical 已经出现“底部平台质量改善”，但尚未进入确认阶段
2024/2025 低点约 281—283，2026 低点抬到 310 是一项值得保留的早期证据。

但年度高点仍下移，说明上方吸收旧状态的力量尚未被突破。

这与基本面非常一致：资产和估值具备潜力，营业利润恢复仍待兑现。

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜发电与燃料
- 五座电站月度送电电力量和设备利用率；
- 新宫燃料集荷量与出力抑制小时；
- 燃料成本/吨、热量和运输半径；
- 维修、灰处理、人件费与折旧；
- 山林原木生产量和直接供给比例。

13.2｜Power44 零售专项
- 零售合同电力量；

- 固定价与市场联动占比；
- 对应电力期货套保比例/期限；
- 已实现套保后经济毛利；
- 非化石证书/环境价值销售；
- 客户续约与公共入札占比。

13.3｜财务与资本
- FY2027 营业利润 18 亿日元恢复进度；
- 衍生品评价益/损失的反转；
- OCF 能否维持 20 亿日元以上级别；
- 长期借款继续下降；
- 8 日元分红及未来还原政策；
- 新项目投资是否继续保持克制。

13.4｜治理
- 日本テクノ与エフオン是否出现新的重要交易或人事关系；
- 项目投资回报披露；
- 生物质燃料可持续性/认证与政策变化。

13.5｜Technical
- 310 与 280—300 平台下沿；
- 400 以上停留；
- 450—460 突破/回抽；
- 若营业利润恢复，价格是否形成真正的高低点同步上移。

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	65	8.45	自己资本比率 44.2%、OCF28.24 亿且长期借款下降，方向正面；但约 204 亿长期借款与资本密集电站仍要求稳定现金流。
竞争优势与结构耐久性	14	62	8.68	五座已建电站、燃料/山林网络和运营经验有复制成本；燃料不足、成本上升和制度价格限制经济租金。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	48	8.16	OCF 稳定是正面，但营业利润同比-68.2%，经常利润被衍生品评价益大幅抬高，正常化利润需要重新证明。

商业结构、产品、客户与关键依赖	11	70	7.70	山林—燃料—发电—零售链条完整，并具备套保/环境价值能力；木材、JEPX、维修和政策依赖都很关键。
估值与安全边际	15	92	13.80	约 5.9 倍预测 PER、0.39 倍 PBR 属于深折价，只要 18 亿营业利润恢复能兑现就有明显赔率；核心风险是盈利预测失真。
资本配置与股东回报	10	62	6.20	持续还债、山林/运维投入具有经济逻辑，分红存在；尚缺低 PBR 回购等更强每股资本效率动作，且旧资产回报仍偏低。
治理、所有权与管理层	7	65	4.55	日本テクノ 32.58%构成稳定关联股东，公司过去披露经营独立且无重要交易；关联产业边界与资本项目纪律仍需持续监督。
Kabugami 技术结构	13	58	7.54	长期下降后在 280—460 低位平台阻尼，2026 低点 310 略抬高；但年度高点仍下移、上沿未突破，属于早期稳定而非确认迁移。
总分	100		65.08	B+

14.1｜为什么是 B+

エフオン的估值很低、资产真实、债务在下降，且五电站/林业/零售形成了比单纯独立电站更完整的商业链。

但公司最大的研究问题不是缺增长故事，而是利润质量。2026 财年营业利润很弱，漂亮的经常利润大量来自套保会计与评价益。

所以当前 B+代表：赔率有吸引力，资产和现金流有底，但只有本业恢复到 18 亿营业利润附近才能把“便宜”升级成“高质量便宜”。

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 2026-10-01。上一份完整 Review 截止 2026-09-19；本轮仅研究其后具有材料性的新增信息，因此没有重复重建已经成立的基本面与 Technical Research。2026 年 6 月期本决算仍是最新完整财务业绩；公司 IR 日历显示 2027 年 6 月期 Q1 计划在 2026-11-05 发布，因此本轮没有虚构不存在的新季度数据。Technical settled 观察更新至 2026-09-30。

Power44 临时电力方向只作为 Open Discovery 起始 VOI 假设。由于电力零售本身已是公司正式报告分部并与发电资产通过内部电力、JEPX 和期货套保直接相连，本轮自然深入了零售合同/套保；没有对电力赋予额外 Score 权重，也没有改变 Coverage35、Technical、Synthesis、Routing 或 00—15 结构。

本次 MATERIAL_UPDATE 没有新的 Owner 明确选择图，因此不继承上一 Review 的 Owner Media。Technical Research 继续基于完整价格史；图缺失不阻塞正式 Review 或公开交付。

15.2｜主要来源

1. エフオン｜公司官网 / 事业介绍

https://www.ef-on.co.jp/business/

2. エフオン｜IR Library・决算短信

https://www.ef-on.co.jp/ir/library/tanshin/

3. エフオン｜决算说明资料

https://www.ef-on.co.jp/ir/library/event/

4. エフオン｜2026 年 6 月期本决算（2026-08-12）

https://www.ef-on.co.jp/ir/

5. エフオン｜IR Calendar

https://www.ef-on.co.jp/ir/ir_calendar/

6. エフオン｜股东/配当信息（2026 年 6 月大股东）

https://www.ef-on.co.jp/ir/dividends/

7. エフオン｜电力零售官网

https://kouri.ef-on.co.jp/

8. エフオン｜2026-06-11 固定价格版/市场联动版电力需给约款改定

https://kouri.ef-on.co.jp/2026/06/%E9%9B%BB%E5%8A%9B%E9%9C%80%E7%B5%A6%E7%B4%84%E6%AC%BE%E6%94%B9%E5%AE%9A%E3%81%AE%E3%81%8A%E7%9F%A5%E3%82%89%E3%81%9B/

9. エフオン｜2026 年度再エネ赋课金公告

https://kouri.ef-on.co.jp/2026/03/2026%E5%B9%B45%E6%9C%88%E3%81%8B%E3%82%892027%E5%B9%B44%E6%9C%88%E3%81%BE%E3%81%A7%E3%81%AE%E3%80%8C%E5%86%8D%E7%94%9F%E5%8F%AF%E8%83%BD%E3%82%A8%E3%83%8D%E3%83%AB%E3%82%AE%E3%83%BC%E7%99%BA%E9%9B%BB/

10. JPX｜2026 年 6 月期 Q3 决算短信（衍生品评价益/分部信息）

https://www2.jpx.co.jp/disc/95140/140120260512524395.pdf

11. FinancialFilings｜エフオン 2026 年 6 月期本决算原文结构化镜像（现金流、借款、分部、套保会计）

https://financialfilings.com/filings/ef-on-inc/earnings-release/2026/55918016/

12. EDINET DB｜エフオン决算说明资料结构化索引（燃料、发电所、零售契约）

https://edinetdb.jp/company/E05470/presentations/

13. エフオン｜2026 年月次送电电力量公告索引

https://www.ef-on.co.jp/2026/

14. Yahoo!ファイナンス｜9514 2026-09-18 价格/估值/时序

https://finance.yahoo.co.jp/quote/9514.T/history

15. 株探｜9514 长期年次价格履历

https://s.kabutan.jp/stocks/9514/historical_prices/yearly/

16. 日本テクノ/エフオン关系披露（其他关联公司历史公开资料）

https://s3.ap-northeast-1.amazonaws.com/disclose.ifis.co.jp/227/140120240926589180.pdf

17. Owner 提供 9514 月线图｜本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3901；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

- 2027 财年 Q1（计划 2026-11-05）对营业利润 18 亿恢复假设的第一份验证；
- 2026-09-25 第 30 回定时股东大会的股东提案最终表决结果，以及后续分红/资本政策实际执行；
- 新宫燃料集荷不足的月度关闭进度、出力抑制小时与单位燃料成本；
- 五电站燃料类别/热值/运输半径和长期采购合同比例；
- 维修、灰处理和人工成本未来正常化水平；
- 电力零售固定价/市场联动合同占比、客户续约和经济毛利；
- 电力期货套保比例、期限、基差以及未来评价益反转路径；
- 山林直接供给在总燃料中的比例和真实节约；
- 2027 财年资本开支、还债和分红之间的资本配置；
- 日本テクノ与公司未来新的交易/协同可能；
- 280—310 低位平台下一次市场冲击中的保留，以及 450—460 突破质量。

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。上一 Review 的完整 Research Truth 没有因本次 MATERIAL_UPDATE 而被重写；本次仅更新了 9/19 以后新增的治理与价格事实。

Review continuity： 本轮是 9514 在 2026-09-19 完整 Review 之后的 MATERIAL_UPDATE；上一 Review 的 Research Truth、技术结论和 Score 未被无理由重建或改写。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。