

8203 株式会社MrMaxHD (MrMax Holdings Ltd.)

Kabugami V3.2 72.71/100 · B+

这家公司是做什么的

MrMax是以九州为核心、同时向中国和关东地区扩张的综合折扣零售集团，销售食品、日用品、家电、家居等商品，并经营购物中心。

最近亮点

FY2027 Q1营业收入382.21亿日元、营业利润15.91亿、经常利润15.67亿、归母净利润10.36亿日元，同比分别+10.1%、+28.5%、+21.8%、+21.9%，第一季度盈利创同期高位；2026年8月末门店数62店，全…

资料截止 2026-09-29 · 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	2026-09-29
研究规则版本 SHA	1ab13e988a48e8a62110fb4ecca2e5b44840410e
评分版本	V3.2
发布源 SHA	7b83f6cda3706d5997608d453f1ba2c0ec549dff
交付代码版本 SHA	c071e38f2f8912f1bc34af017c8c091137d5b971
交付运行时指纹	c79448c4b1bcf6659de87101bf06063f97e476f61db787f2c7c03fc5ccaa9fb6

先看研究要点

为什么值得研究	FY2026 营业收入 1476.84 亿日元、营业利润 44.45 亿、归母净利润 27.15 亿，经营现金流约 40.21 亿日元；FY2027 公司预测营业收入 1570 亿、营业利润 48.5 亿、归母净利润 31 亿；2029 中期计划目标销售 2000 亿、营业利润率 5%，并计划累计新开 25 店、全渠道销售占比 10%。
最需要担心什么	同店销售 3-5 月强、6 月后转弱，2026 年 6/7/8 月同店销售同比 90.9%/98.4%/97.2%；开店、物流、系统与人力成本会先于收入发生；FY2026 投资 CF 约▲50.91 亿日元使 FCF 转负；中期计划 5%营业利润率目标相对当前 3%左右有明显执行风险。
Kabugami 现在怎么看	MrMax 的投资逻辑是“低估值+现金回报+可验证的门店扩张”，而不是高成长溢价。只要新店扩张继续贡献全店增长、同店恢复正增长、自有品牌（PB）与费用效率改善，当前 8 倍左右 PER 和 0.65 倍 PBR 具备安全边际；如果同店持续疲弱而资本开支继续抬升，自由现金流和 ROE 会压制估值修复。

01 | 投资问题：估值较低，核心变量是利润率能否抬升

MrMax 目前最直观的吸引力是估值。

9 月下旬：

- PER 约 8 倍；
- PBR 约 0.65 倍；
- 预测股息率约 3.8%。

对一家仍保持收入和利润增长、自有资本比率超过 40%的零售企业，这并不昂贵。

但便宜的原因也很清楚：市场仍然怀疑长期利润率。

FY2026 营业利润率约 3.0%，而中期经营计划要求 2029 年达到 5%。

因此真正投资问题是：

公司能否把“规模扩大”转成“利润率扩大”，而不是只把销售额从 1,500 亿做到 2,000 亿。

02 | 商业模式：高频消费与低价定位共同支撑客流

MrMax 的核心门店同时经营：

- 食品；
- HBC/日用品；
- 家电；
- 家居；
- 服饰；
- 园艺；
- 宠物；
- 汽车周边等。

这种综合折扣店的优势来自多品类共同作用：

食品与日用品带高频流量，家电和耐用品贡献客单价，自有品牌（PB）与采购规模帮助维持低价形象。

与单一超市相比，品类更宽；与家电量贩相比，来店频率更高；与纯电商相比，门店可以同时承担即时消费、体验和大件商品交付。

但弱点同样明显：毛利率不高、库存复杂、人工和物流成本敏感。

03 | 区域结构：九州是底盘，关东与中国是增长方向

MrMax 长期以九州为核心。

中期计划明确：

- 北部九州继续做密度；
- 首都圈推进开店；
- 中国地区继续补强。

2026 年 8 月 27 日新开 MrMax フォルテ本庄店，10 月 8 日还将开 MrMax Select 福山店。

截至 2026 年 8 月末，公司披露门店数为 62 店。

门店扩张有两个价值：

1. 增加收入规模；
2. 提高区域物流与广告效率。

但只有当新店达到成熟坪效、且同一区域供应链成本下降时，扩店才真正提高资本效率。

04 | FY2027 Q1：利润增长明显快于收入

FY2027 第一季度：

- 营业收入 382.21 亿日元，同比+10.1%；
- 营业利润 15.91 亿日元，同比+28.5%；
- 经常利润 15.67 亿日元，同比+21.8%；
- 归母净利润 10.36 亿日元，同比+21.9%。

这是一个不错的组合。

收入增长 10%，营业利润增长近 30%，说明：

- 商品组合；
- 毛利；
- 费用吸收；
- 经营杠杆

至少在 Q1 阶段同时向好。

但单季利润率改善不能直接年化。零售企业季节性很强，天气、促销、能源、工资和品类结构都会影响后续季度。

05 | 全年指引：公司仍然给出可兑现的增长路径

FY2027 公司预测：

- 营业收入 1570 亿日元，同比约+6.3%；
- 营业利润 48.5 亿日元，同比约+9.1%；
- 经常利润 47 亿日元，同比约+4.5%；
- 归母净利润 31 亿日元，同比约+14.2%；
- DPS 29 日元。

这个指引不激进。

Q1 已经取得 15.91 亿营业利润，全年 48.5 亿的目标看起来具备合理进度。

真正需要警惕的是：

上半年收入增长是否主要来自新店，而同店逐步变弱。

06 | 月度数据：全店仍增长，但同店已经出现压力

2027 年 2 月期月度数据同比：

月份	同店销售	全店销售
3 月	101.9%	104.4%
4 月	107.0%	110.1%
5 月	113.2%	116.2%

6月	90.9%	93.4%
7月	98.4%	103.2%
8月	97.2%	101.2%
上期累计	101.0%	104.3%

这张表是本轮最重要的反证。

表面看，累计全店仍+4.3%，但 6-8 月同店连续低于 100%。

说明当前增长已经开始更依赖：

- 新店；
- 门店面积；
- 新区域贡献。

如果同店不能恢复，未来开店会越来越像“用资本换增长”，而不是“同店生产率+新店”的双重增长。

07 | 低价战略：通胀环境下有客流价值，也会压毛利

2026 年 9 月，公司针对约 500 个品目实施“値下げ断行”，折扣约 5%到最大 60%。

在食品和日用品持续涨价的环境里，低价心智可以：

- 获取客流；
- 提高来店频率；
- 强化品牌定位；
- 提高 PB 渗透机会。

但低价不是免费优势。

若采购、物流和 PB 无法同步改善，价格竞争会直接压毛利。

所以未来不能只看客数和销售额，还要看：

- 毛利率；
- 自有品牌（PB）占比；
- 商品周转；
- 单店营业利润。

08 | 现金流：经营现金流稳定，但扩张期自由现金流承压

FY2026：

- 经营现金流约 40.21 亿日元；
- 投资 CF 约▲50.91 亿日元；
- 财务 CF 约+14.30 亿日元。

经营现金流仍为正，且过去几年累计经营现金流保持正值。

但 FY2026 因为有形固定资产投资扩大，简单自由现金流转负。

这与中期计划的开店战略一致，并不自动是坏事。

需要回答的问题是：

这些资本开支未来能否产生高于资本成本的店铺回报。

如果新店成熟后仍只能维持 3%左右营业利润率，扩张不会显著提升 ROE。

09 | 资本结构与股东回报：稳健，但不是激进资本回报型

FY2026：

- 自有资本比率约 44%；
- ROE 约 7%左右；
- DPS 27 日元；
- FY2027 预测 DPS 29 日元；
- FY2026 分红比例约 33%。

资本结构总体健康。

分红连续提高是正面，但公司目前更像：

稳定增配+成长投资并行

而不是大规模回购型。

对当前 0.65 倍 PBR 来说，如果未来 ROE 能持续接近 8%以上，资本回报还有上调空间。

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 | 长期价格结构：并没有走出“永久低估”状态

Owner 月线图从 2000 年代初覆盖到 2026 年。

可以看到：

- 2005-2006 曾快速冲高到 700-800 日元附近；
- 2008 金融危机后大幅回落；
- 2010 年代多数时间在 300-500 日元中枢；
- 2018 与 2020 附近都出现过接近 900 日元的脉冲；
- 2024-2026 价格中心逐步抬升到 600-800 日元区间。

这说明 8203 并不是长期单边成长股，而更像盈利周期+估值修复反复切换的区间型零售股。

10.2 | 当前结构：700 附近长期支撑上移，但 850-900 仍是重要压力

2026 年：

- 年初高 853 日元；
- 5 月低 693 日元；
- 9 月 28 日收 754 日元。

Owner 图中月线 9EMA 约在 725 附近，长期中枢也已经高于过去 300-500 日元阶段。

因此当前结构比 2020 年前明显更强。

但 850-900 区间过去多次形成供给，尚未被长期穿透。

10.3 | 技术结构内部判断 80/100

正面：

- 693 低点后重新站回 750 附近；
- 长期价格中心明显高于 2010 年代；
- 月线低点没有重新跌回 600 以下；
- 当前仍处长期均线之上。

确认：

- 突破 850 并形成数月驻留；
- 回踩 780-800 后仍保持；
- 月线高低点继续上移。

降级：

- 跌破 690；
- 重新回到 620-650 长期旧中心；
- 2024-2026 价格中心上移被否定。

11 | 中期计划：难点在于把营业利润率提高到 5%

公司中期经营计划最终年度为 2029 年 2 月期。

目标：

- 销售额 2000 亿日元；
- 营业利润率 5%；
- 新开 25 店；
- 全渠道销售构成比 10%；
- M&A、新业务和海外扩张。

其中最容易理解的是销售规模。

从 FY2026 约 1477 亿到 2000 亿，靠开店和全渠道并非不可想象。

真正困难的是营业利润率从约 3%提高到 5%。

这意味着必须同时改善：

- 毛利；
- PB；
- 采购；
- 物流；
- 数字化；
- 人效；
- 坪效。

因此 5%利润率是未来两三年最值得检验的战略指标。

12 | 研究增量：低估值能否修复取决于扩张质量

本轮最大的研究增量是：

MrMax 的低估值已经很明显，不需要再花太多时间证明它便宜；真正需要证明的是扩张质量。

如果新店和全渠道带来：

- 更高采购规模；
- 更好物流效率；
- 更高 PB；
- 更高营业利润率；

那么低估值会逐步修复。

如果只是门店数上升、销售增加，但同店疲弱、利润率不动、FCF 持续承压，那么低 PER 会长期存在。

所以未来研究重点应该从“便宜不便宜”切换到：

每一百亿新增销售能带来多少新增营业利润和自由现金流。

13 | 下一次最值得跟踪什么

- 1. 10月8日 FY2027 Q2 决算；
- 2. 9月以后同店销售是否重新回到 100%以上；
- 3. 新店本庄/福山的销售与成熟速度；
- 4. 毛利率与 PB 渗透；
- 5. 营业利润率能否继续向 4%靠拢；
- 6. 店铺资本开支与经营现金流；
- 7. ROE 是否稳定跨过 8%；
- 8. DPS 是否继续提高；
- 9. 850-900 月线压力能否被长期突破。

14 | Kabugami Score V3.2

模块	权重	内部判断	加权贡献	核心理由
财务韧性与下行防御	13	69	8.97	自有资本比率约 44%、经营现金流稳定、低估值提供缓冲，但零售利润率薄且资本开支上升。
竞争优势与结构耐久性	14	71	9.94	九州区域密度、综合折扣品类和低价品牌有真实优势，但护城河仍受价格竞争和电商影响。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	75	12.75	Q1 利润增长快于收入、长期经营 CF 为正；FY2026 FCF 因扩张转负，ROE 仍在 8%门槛附近。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	72	7.92	食品高频+家电高客单+SC 运营形成多层流量结构，但高度依赖消费环境、采购和物流。
估值与安全边际	15	70	10.50	PER 约 8 倍、PBR 约 0.65 倍、股息率约 3.8%，估值低；但低利润率限制估值扩张。
资本配置与股东回	10	74	7.40	连续增配、分红比

报				例约 1/3 合理；当前资本更多投向开店，需要验证新资本回报。
治理、所有权与管理层	7	69	4.83	中期计划目标明确、披露透明度正常，但 5% 利润率与 25 店扩张仍需要执行验证。
Kabugami 技术结构	13	80	10.40	长期价格中心已从 300-500 抬至 700 附近，693 低点后稳定；850-900 仍是长期压力。
合计	100		72.71	Rating B+

15 | 来源、证据边界与合规

合规与风险声明

零售企业的经营现金流会受到库存和应付账款季节性影响。本轮不以单年 FCF 转负直接判定经营恶化，而结合营业 CF、资本开支、出店周期、营业利润率和 ROE 共同评价。

本报告仅用于公开信息研究与历史判断记录，不构成证券买卖建议、募集、收益承诺或目标价格。

15.1 | 主要一手来源

- ミスターマックス・ホールディングス 2027 年 2 月期第 1 四半期決算；
- ミスターマックス・ホールディングス 中期経営計画（2025 年 2 月期～2029 年 2 月期）；
- ミスターマックス・ホールディングス 月次営業情報；
- ミスターマックス・ホールディングス 統合報告書 2026；
- 2026 年 8 月 27 日 MrMax フォルテ本庄店开店资料；
- 2026 年 9 月 8 日 MrMax Select 福山店开店资料；
- 2026 年 9 月 2 日「値下げ断行！」约 500 品目活动资料。

15.2 | 关键事实

- FY2027 Q1 营业收入 382.21 亿日元、营业利益 15.91 亿日元、归母净利润 10.36 亿日元；
- FY2027 公司预测营业收入 1570 亿日元、营业利益 48.5 亿日元、归母净利润 31 亿日元；
- FY2027 预测 DPS 29 日元；
- 2026 年 8 月末门店数 62；
- FY2027 上期累计既存店销售 101.0%、全店销售 104.3%；
- 2029 目标销售 2000 亿日元、营业利益率 5%、新开 25 店、全渠道销售构成比 10%。

15.3 | 重要未知

- 2026 年 9 月月次尚未公布；
- 新店成熟期的单店 ROIC 未单独披露；
- 2029 营业利益率 5% 的细分桥接仍需持续验证；
- 全渠道销售 10% 目标的当前基数与利润率贡献披露有限；
- 出店资本开支对未来两年自由现金流的峰值压力仍需追踪。

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。