3396 株式会社フェリシモ（FELISSIMO CORPORATION）

Kabugami V3.2 48.52/100 · C

这家公司是做什么的

株式会社フェリシモ（FELISSIMO CORPORATION，东证 Standard 市场 3396）总部在神户，1965年创立，财年为3月至次年2月。公司通过目录和网站向日本国内顾客销售自有企划的服饰、杂货和家居用品，…

最近亮点

2027年2月期上半期（2026年3–8月）销售额141.47亿日元，下降0.8%；营业利润1.22亿日元，下降39.4%；经常利润2.62亿日元，增长6.1%。2026年10月1日公司因汇兑收益，把上半期经常利润预测由1.47…

资料截止 2026-11-22 · 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、投资劝诱、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	Claude 研究
研究日期	2026-11-22
研究规则版本 SHA	fc7d22040b833e91edd8468b53049a05937c2554
评分版本	V3.2
发布源 SHA	7c6f9e32119de70fe39c5b41b7c98dd4ec7d3628
交付代码版本 SHA	7c6f9e32119de70fe39c5b41b7c98dd4ec7d3628
交付运行时指纹	47115e97c3471ec2f196b8ff99b117d0e86a578f0f5117e592d8402c00451645
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	3acab4c6-a650-5dc2-b5f5-ca995c6dd4d9
Canonical 快照 ID	b0a7d822-42d9-53fb-b181-4c30a16d8e9b
Canonical 研究日期	2026-11-22
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	3396

先看研究要点

为什么值得研究	公司没有有息负债，自有资本比率 70%左右，现金及存款 97.61 亿日元（2026 年 2 月末），净流动资产约 89 亿日元，约为按流通股计算的市值的 1.5 倍。每股 25 日元的分红计划（股息率约 3.0%）在正常年份由经营现金流覆盖，2024 年 2 月期亏损年也照付了分红。
最需要担心什么	核心的定期便客户数连续两年下降，营业利润率只有 0.7%，权益回报率（ROE）1.84%低于公司自测的 4.1%资本成本。家族、财团加 25%库存股的持股结构，使外部缺少迫使回购的力量，账上现金可能继续留在公司里，折价长期不收敛。
Kabugami 现在怎么看	结论：Kabugami 评分 48.52/100（V3.2），评级 C。暂不主动建仓，列入观察名单；已持有者凭分红和现金托底继续持有，不加仓。 依据：股价靠资产负债表撑着，经营端没有撑起来。公司无有息负债，净流动资产约为市值的 1.5 倍；但定期便客户连续两年下降，营业利润率 0.7%，上半期经常利润增长全靠汇兑收益。折价能否收敛，取决于控股的家族和财团是否愿意回购或公开收购，目前没有任何信号。把握一般：外币存款规模、低税率成因、港塔利润和资本开支口径仍未核实。 翻转：公布回购、公开收购或明确的资本回报计划，或 2027 年 1 月 8 日第三季度业绩显示累计客户数和购买频次止跌，判断上调；出现亏损年、存货减值，或月线收盘跌破 811 日元左右后收不回，判断下调。 估值简报：股价 835 日元（2026 年 11 月 19 日收盘）／总市值 59.5 亿日元（按流通股 7,122,586 股）／预测市盈率（PER）19.9 倍（2027 年 2 月期计划每股收益 42 日元）。2026 年 2 月期实绩每股收益 50.38 日元，对应

	16.6 倍。实绩市净率（PBR）0.30 倍。ROE 实绩 1.84%（2026 年 2 月期，预测口径未取得一级来源）／预测股息率 3.0%（每股 25 日元）／EV/EBITDA：净现金超过市值，企业价值为负，倍率不适用。EBITDA 所需的营业利润与折旧摊销一级口径未取得，标为缺口。

01｜投资问题与当前结论

01.1｜0.30 倍市净率说明不了便宜，这笔现金能不能到股东手里才是问题

看到市净率（PBR）0.30 倍，市场的惯常问题是股价是不是太便宜。这个问题不完整。公司自己说，股价自 2007 年 2 月期以来没有超过每股净资产，差距还在扩大；2020 年至 2026 年各年 2 月末的市净率在 0.28 至 0.52 倍之间，2010 年以来在 0.25 至 0.86 倍之间。折价存在了十九年，现金一直在账上，折价却没有收敛。

所以本报告真正要回答的问题是：近 90 亿日元的净流动资产，放在利润很薄、核心在收缩的业务里，能不能变成普通股东的每股价值。答案取决于三种价值来源，质量各不相同。现金和净流动资产规模大，但取用要看控股方；经营业务在收缩，运营杠杆很高，2026 年 2 月期的恢复主要靠成本；报表利润又被汇兑收益和低税率抬高。

核心判断：已经成立的是资产负债表——无有息负债，净流动资产约为按流通股计算市值的 1.5 倍，股息率 3.0%左右。尚未成立的是经营端的支撑——客户数还没止跌，营业利润率 0.7%，权益回报率（ROE）1.84%低于公司自己算的 4.1%资本成本。当前处在“底有了，向上的触发条件没出现”的阶段。家族和财团控股，没有观察到回购信号，预期回报约等于分红，加上一个时间不确定的折价收敛事件。把握一般。

反证确实存在：2027 年 2 月期上半期新客户数超过上年，神户港塔来客增长很快，汇兑带来利润上行，同业 Belluna 整体仍在增长。但新客户靠更高的广告费买来，港塔利润没有披露，汇兑属于非经营收益，Belluna 的增长来自其他业务。每一项都不能直接证明经营恢复。报表每股收益 50.38 日元（2026 年 2 月期）和 42 日元（2027 年 2 月期计划），也高于研究估算的正常化 32 至 38 日元。

01.2｜三个方向都能改写这个判断，最近的检验在 2027 年 1 月 8 日

向上改写：如果累计客户数和定期便销售额不靠更高的广告费就止跌，并且分部披露显示神户港塔与共创伙伴有真实的营业利润，经营端就开始接过支撑股价的任务，“价值只在资产负债表”的前提要改写。

向下推翻：如果出现亏损年、存货减值或应付款回吐，现金明显下降，而 ROE 仍低于资本成本，现金底作为安全垫的判断就被推翻，价值陷阱风险成立。

折价收敛：一旦公布回购、公开收购或数字化的资本回报计划，折价才有收敛的路径。

日程上的检验点：2027 年 1 月 8 日第三季度业绩（客户指标、后半年销售额增长约 8%的步骤、运费、资产负债表）；2027 年 4 月前后的 2027 年 2 月期全年业绩（销售额 302.65 亿日元、营业利润 2.37 亿日元、分红 25 日元）；任何通过东证披露系统公布的资本政策公告；价格窗口看 2027 年 1 月和 4 月相对 811 日元与 900 日元的位置。折价收敛事件何时发生，现有证据无法判断。

02｜公司本质与商业模式

02.1｜公司靠每月寄送的自有企划商品赚钱，经营全部在上市母公司里

フェリシモ的主业是定期便：顾客按月收到自有企划商品和一本编排过的目录，靠习惯性复购，没有合同锁定。核心顾客是三四十岁到五十几岁的女性（公司风险披露写 30 至 50 多岁，另一份描述写 40 至 60 岁，年龄带的口径没有统一）。2026 年 2 月期销售额 291.79 亿日元，毛利率 54.7%，营业利润率 0.7%。

经营业务都在上市母公司里，子公司 cd.已经关闭，合并利润和现金基本属于普通股东，没有看得见的少数股东分流。公司之上有家族持股公司和财团，它们影响资本配置，不改变经营范围。每股计算要用流通股 7,122,586 股，不能用已发行的 9,543,500 股，两者相差库存股 2,420,914 股。

员工数各来源不一致：有价证券报告书口径 425 人，公司简介 686 人，gBizINFO 为 717 人。完整的子公司和联营公司名单、少数股东权益也没有核对，对估值的影响应当很小。

02.2｜费用几乎吃掉全部毛利，客户数的小变化会被放大成利润的大波动

毛利率 54.7%，销售费用与管理费用占销售额的 53.9%左右，剩下 0.7%的营业利润率。费用大多是目录、广告、配送、客服外包和系统折旧，固定或前置的成分很高。按研究推算，费用变动 1%相当于 1.57 亿日元，等于 2026 年 2 月期营业利润的 73%。

下行时同样被放大。2024 年 2 月期销售额少了 25 亿日元上下，营业利润却由 4.40 亿日元变成-9.31 亿日元，相差 13.71 亿日元。固定费用与变动费用的拆分、配送费占比公司没有披露，73%是推算值。

对普通股东来说，利润会在亏损和 2 亿日元左右之间摆动，主要取决于客户留存和广告效率，所以股价的逻辑不能建立在利润表上。

02.3｜长期看，这是现金厚、利润薄、核心在收缩、控股方被动的公司

这家公司长期存在的资产是没有借款的资产负债表：自有资本比率 70%左右，净流动资产约为市值的 1.5 倍。它的特许经营权并不在增长：定期便客户连续两年下降，行业增长被大型电商平台拿走，利润恢复靠成本，家族与财团控股加 25%库存股，使资本回报由控股方说了算。

神户港塔与共创伙伴（占销售额 11%左右）可能成为第二支柱，但利润没有披露。当前的变化——上半期靠汇兑抬高的经常利润、偏重后半年的计划——叠加在这个基础上，没有改变它。

下行有流动性缓冲；上行要靠客户恢复或资本回报，两者目前都没有证据。

03｜产品、客户与供应链

03.1｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降

定期便是这家公司的全部引擎：2026 年 2 月期销售额 260.34 亿日元，下降 2.9%，占合并销售额的 89%左右。下降发生在量上：累计客户数 2025 年 2 月期减少 4.4%，2026 年 2 月期减少 3.8%；客户人均购买频次 2026 年 2 月期减少 0.9%；平均购买单价上升 2.5%。价格与产品组合还撑得住，客户数先降，购买频次随后也降。

2027 年 2 月期上半期延续了这个趋势：定期便销售额 121.84 亿日元，下降 2.6%，一季度下降 5.0%（60.89 亿日元），累计客户总数仍在下降。当地媒体报道，既有客户的购买频次下降，新客户获得数超过上年，但广告费用更高，增聘人员也超出计划。用上半期与一季度推算，二季度定期便大致持平，但这个推算对四舍五入很敏感，只能当线索。新客户是花钱买来的，利润和留存数据没有披露之前，还不能算恢复的证据。

这条链条直接连到利润：客户和频次下降，被固定的配送、系统和目录成本吸收，运营杠杆把小幅变化放大（见财务质量一章）。留存率、获客成本、取消率和客户分层都没有公开，客户是否止跌，要等 2027 年 1 月 8 日第三季度业绩的客户指标表。累计客户数和购买频次不再下降，并且新客户获得的利润为正，经营面才可能取代资产负债表成为股价的支撑。

03.2｜新业务占销售额 11%左右，利润没披露，还谈不上第二支柱

新领域包括共创伙伴（FELISSIMO PARTNERS，面向企业的商品展示与广告平台）、市町村育儿支援、神户港塔和广告。2026 年 2 月期销售额 31.4 亿日元左右，增长 19.6%；2027 年 2 月期上半期新业务销售额增长 13%，达 19 亿日元左右，一季度 9.36 亿日元，增长 32.0%。

但定期便仍占销售额 89%左右，新领域 11%的体量抵不过核心业务每年 3%上下的收缩。各新领域的营业利润没有披露。共创伙伴销售约 2,000 个品项的第三方精选商品和上架广告服务，控制力低于自有企划系列，是否按净额列报也不清楚。所以它们究竟是真正的第二个利润支柱，还是只增加销售额，公开资料无法回答。

另有两项小型合作：与全农合作的“Jun-no”产地直送项目，以及 2018 年与西日本旅客铁道（JR 西日本）的跨境和国内电商联盟。公司没有披露它们的经济内容，也没有当前贡献的证据，不构成判断的依据。

03.3｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

公司通过公开招标（四家投标者，2023 年 4 月 18 日报道）被神户ウォーターフロント開発機構选为神户港塔展望楼层、屋顶和入口的运营方。港塔 2024 年 4 月 26 日重新开放，最初 274 天来客超过 50 万人，是 31 年来第一次；第一年来客 648,667 人；2025 年 12 月 4 日达到 100 万人，用时 1 年 7 个月，是改建前来客节奏的两倍左右。

它抬高了 2025 年 2 月期利润，也被公司列为 2026 年 2 月期的贡献项；合并毛利率由 53.9%升到 54.7%，但公司把毛利率改善主要归因于企划与销售一体化，港塔占比无法拆开。公司披露港塔毛利率 92%（2025 年 2 月期），这个数字不含固定成本。

运营权的条件，公开信息说不清。公司说担任 15 年的运营方，媒体曾预期租赁期 5 至 15 年；租金或费用、续期与终止条件、分部利润和角色授权条款都没有披露。业主方开发机构与各运营商组成协调会，决定租赁条款。来客依靠轮换的授权合作活动（如 2026 年 10 月 10 日至 11 月 30 日的姆明合作），授权方对条件有议价能力。租赁或授权条款一旦重设，港塔的价值可能转移给业主或授权方。它是否算第二个利润支柱，要看证券报告书中的新业务分部注释。

03.4｜商品主要在亚洲生产，转向孟加拉国压低了成本，供应商集中度没有披露

商品主要在中国和亚洲其他地区生产。公司把采购由中国向孟加拉国转移，目标是把成本率降低 1 个百分点左右，2026 年 2 月期实现的毛利率改善是 0.8 个百分点。客服外包和物流系统是重要的成本项目。

转移采购降低了单位成本，也带来孟加拉国产能和合规风险；进口成本受亚洲货币汇率影响，汇兑收益显示公司持有净外币资产，但这些资产是存款还是供应商预付款，没有披露。供应商名称、集中度、对冲政策和付款条件都没有找到。毛利率的改善是一次性的采购台阶，供应链风险依然在。

04｜竞争格局与产业关系

04.1｜通贩市场在增长，增长没有落到这家公司头上

日本通信贩壳協会（JADMA）的数据显示，2025 年度通贩与电商市场 15.41 万亿日元，增长 5.9%，增速比 2024 年度的 7.3%放缓；增长由大型电商平台和家电量贩店带动，价格敏感的消费者偏爱品种全、便利和价格有竞争力的卖家。フェリシモ的 291.79 亿日元只占这个宽口径的 0.19%，销售额却下降 0.9%。

上半期销售额从 2022 年 8 月的 160.66 亿日元降到 2026 年 8 月的 141.47 亿日元，主要是份额和客户基数流失，不是周期性低谷。没有找到更窄的订阅服饰细分市场数据。2027 年 2 月期计划销售额增长 3.7%，需要份额增长或新业务扩张，而市场正在远离这种形态。

客户减少究竟是被规模化平台和替代品抢走了份额，还是三四十至五十几岁女性人群自然老化，目前无法区分：只考察了两家同业，没有客户层面的切换数据。如果是份额流失，公司还有改善空间；如果是人口老化，则是结构性拖累。

04.2｜同业千趣会连亏四年，Belluna 的服饰邮购也在亏损

最接近的目录型同业千趣会（8165）把 2026 年 12 月期销售额计划由 450 亿日元下调到 410 亿日元，营业损益由 2 亿日元盈利计划改为 12 亿日元亏损计划；上半期邮购下降 8.1%，2025 年度是连续第四个营业亏损年（邮购下降 9.9%）。重组过、财务健康的同业仍没有找到稳定盈利。

Belluna 是较大的多品类邮购集团，2026 年 3 月期销售额 2,180 亿日元，营业利润 164 亿日元。其服饰与杂货邮购分部销售额下降 7.9%到 689.10 亿日元，分部亏损 4.08 亿日元（上年亏损 16.96 亿日元）。集团整体增长 3.4%，靠的是其他业务。

フェリシモ在销售额下降 0.9%的情况下保持微利，相对有韧性，但这靠成本控制和较低的固定成本基数，不是客户增长，所以不能当作护城河的证据。同业证据只有两家，Belluna 只是单一年度。

05｜护城河判断

05.1｜护城河证据不足：复购靠习惯，没有合同锁定，留存数据没有公开

フェリシモ的自有企划商品毛利率 54.7%，说明有一定差异化能力。但客户并没有被锁住：购买靠习惯和商品新鲜感，没有合同，切换成本低，留存和取消数据也没有公开。核心客户基数连续两年下降，购买频次转为下降；行业增长被大型电商拿走，千趣会连亏四年，说明目录型服饰邮购本身没有被证明是好生意。公司的微利来自成本控制和较低的固定成本基数，不是客户增长。

技术也没有被证明是壁垒：没有找到研发费用和专利，系统与物流投资体现为折旧（8.5 亿至 8.7 亿日元左右）和销售费用的上升，管理层称能降低单位成本或提高留存，没有量化。企划能力（共创、热销商品）是人力资本，不会出现在研发数字里，也没有对电商平台形成可见的差距。

05.2｜港塔是难复制的位置，能否算护城河要看租约和授权条款

港塔是公开招标中标的运营权，来客数据亮眼，难以被竞争对手复制。但它的经济条件、期限和续约都没有披露，来客又依赖轮换的授权合作。这些条款一旦被重设，优势会转移到业主或授权方，所以现在只能算有潜力的位置，不能算已经被证明的护城河。

05.3｜长期因素、强弱项和最坏情形

长期因素有六项。定期便客户基数和购买频次，已连续两年下降。0.7%营业利润率的成本结构，杠杆极高。无借款的资产负债表，变化缓慢。家族与财团控股，加上 25%库存股。价格自 2007 年 2 月期以来低于每股净资产。ROE（1.84%，正常化约 1.2%至 1.4%）低于 4.1%的股权资本成本。

强项：无融资和稀释风险；现金扛过一个亏损年；自有企划商品毛利率 54.7%；成本修复能力已被证明（关闭 cd.、采购转移、广告与直邮效率）；中标的港塔位置；有政策承诺的分红。

弱项：客户基数收缩老化、切换成本低、留存数据不公开；利润薄、依赖广告效率、运费和热销商品；销售额指引可信度低；利润被汇兑和低税率抬高；没有看到技术差异化；治理稳定但不迫使股东回报。

依赖对象：获客渠道；邮政与佐川等快递；亚洲采购和汇率；外币存款；神户ウォーターフロント開発機構与授权方的条款；控股方的意愿。

自我修复：成本手段、关闭子公司、现金缓冲、新业务分散（占销售额 11%左右）、ROE 目标和三年分红承诺，修复的是利润，不是客户增长。

最坏情形：客户和购买频次继续下降，重演 2024 年 2 月期那样的亏损并损失 30 亿日元左右现金；在 0.7%的利润率下发生存货减值；港塔租约或授权重设；日元走强同时税率回到正常；人口长期下降。底仍在，价值兑现需要资本回报或经过验证的客户恢复。这一判断综合了公司文件、数据网站和行业媒体，数据网站占比不小。

06｜财务质量与现金流

06.1｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益

2027 年 2 月期上半期（2026 年 3–8 月）：销售额 141.47 亿日元，下降 0.8%；毛利 78.96 亿日元，增长 0.8%；营业利润 1.22 亿日元，下降 39.4%；经常利润 2.62 亿日元，增长 6.1%；净利润 2.31 亿日元，增长 7.0%。毛利增加而营业利润减少，说明费用涨得更快：获客广告、人员增聘和系统折旧都在上升，一季度费用已同比增加 2.1%，一季度营业亏损 0.67 亿日元。

经常利润比营业利润多出 1.40 亿日元，其中汇兑收益 1.41 亿日元左右，上年同期外币存款的汇兑损失也没再出现。2026 年 10 月 1 日公司据此把上半期经常利润预测由 1.47 亿日元上调到 2.62 亿日元（上调 1.14 亿日元），同时把销售额预测下调 3.3%（由 146.22 亿日元降到 141.47 亿日元），全年预测原样保留。上半期经常利润和净利润的增长是非经营性的，一半以上的经常利润来自随汇率波动的项目。

这种非经营收益不是第一次：经常利润高于营业利润的幅度，2023 年至 2026 年 2 月期分别为 3.78 亿、3.19 亿、1.57 亿和 2.53 亿日元。公司持有外币定期存款，2026 年 2 月期一季度出现汇兑损失，随后转为大额收益；2027 年 2 月期计划不含汇兑收益。2026 年 11 月 19 日美元兑日元到过 159.97，接近 160 一带的干预风险，市场预期日本央行 12 月加息，一部分汇兑收益可能回吐；同样的日元贬值，让中国和亚洲生产的商品进口成本上升。

存款规模、币种、期限、对冲政策，以及已实现和未实现的拆分都没有披露。因此汇兑与利息在经常利润中有多大比例可以持续，现在无法确定，要看证券报告书的金融工具注释和第三季度的营业外收支明细。

06.2｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

四年合并业绩（销售额／营业利润／经常利润／净利润，亿日元）：2023 年 2 月期 321.60／4.40／8.18／6.71；2024 年 2 月期 296.07／-9.31／-6.12／-8.58；2025 年 2 月期 294.49／0.70／2.27／1.36；2026 年 2 月期 291.79／2.15／4.68／3.58。销售额仍比 2023 年 2 月期低一成上下，营业利润也没有回到 4.40 亿日元。

2024 年 2 月期亏损时销售额下降 7.9%，公司的解释是商品差异化不足、价值表达不够，总客户数减少；销售费用与管理费用只降 0.6%，因为运费节省被招聘培训和网络系统投入抵消；子公司 cd.减值并关闭。特别项目：2025 年 2 月期投资证券评估损失 0.75 亿日元，2026 年 2 月期固定资产除却损失 0.56 亿日元。

2026 年 2 月期营业利润由 0.70 亿日元增至 2.15 亿日元，大致分四层。第一层，毛利率提高 0.8 个百分点：企划与销售一体化、更大批量采购、热销商品、采购由中国转向孟加拉国（计划降低成本率 1 个百分点左右）。第二层，广告、直邮和目录投放更有效率；配送成本偏低，部分原因是客户数低于计划。第三层，汇兑与利息等非经营收益。第四层，隐含税率较低。

所以利润质量是混合的：一部分是结构性改善，一部分是客户基数缩小的副产品。上半期显示了逆转风险：毛利增长 0.8%，营业利润却下降 39%。现有证据下，正常化营业利润率在 0.7%到 1%之间。采购节省和热销商品的贡献、配送费占销售费用的比例都没有披露，所以结构性与副产品各占多少，无法拆开。

链条的传导是：定期便客户和购买频次下降，被固定费用吸收，客户留存或广告效率的小变化，就让营业利润在亏损和 2 亿日元左右之间摆动；2024 年 2 月期现金流出就是下行的样本。2021 至 2022 年负债下降的原因，是根据资产负债表变化推断的，没有在注释里读到。

06.3｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力

2026 年 2 月期净利润 3.58 亿日元，对应经常利润 4.68 亿日元减特别损失 0.56 亿日元，隐含税率 13%左右；2027 年 2 月期计划净利润 2.99 亿日元对经常利润 3.27 亿日元，隐含税率 8%左右。2025 年 2 月末确认的递延所得税资产只有 0.46 亿日元，亏损结转和估值备抵的明细没有取到，低税率的原因不明，税率回到 30%左右的风险存在。

研究的正常化估算（非公司数据）：在 30%税率和较少汇兑的前提下，正常化净利润在 2.3 亿至 2.7 亿日元，每股收益 32 至 38 日元，按 835 日元计算对应 22 至 26 倍市盈率，净资产收益率 1.2%至 1.4%。四年营业利润平均为-0.51 亿日元，经常利润平均 2.25 亿日元，正常化营业利润更接近 2 亿至 3 亿日元，而不是 2023 年 2 月期的水平。

公司 2026 年 2 月期 ROE 为 1.84%，对比公司自己按资本资产定价模型算出的 4.1%股权资本成本（贝塔 0.45 左右），ROE 从未超过它；管理层目标是 5.0%以上、逐步提高。要在 196.51 亿日元净资产上做到 5%，需要 9.8 亿日元左右的净利润，是 2027 年 2 月期计划 2.99 亿日元的 3.3 倍。按非现金投入资本 72 亿日元左右推算，经营投入资本回报率在 2%上下（研究推算）。

只有减少闲置资本（回购）或利润率出现台阶式提高，才能缩小差距。即使净资产缩到 120 亿日元左右，3 亿日元的利润也只对应 2.5%上下的 ROE（推算）。汇兑和低税率把现在的 ROE 抬高了。资本回报怎样落地，见资本政策一章。

06.4｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空

全年计划：销售额 302.65 亿日元（增长 3.7%），营业利润 2.37 亿日元（增长 10.4%），经常利润 3.27 亿日元（下降 30.2%），净利润 2.99 亿日元（下降 16.5%），每股分红 25 日元；经常利润和净利润不含汇兑。公司把这一年定位为让增长成为常态的关键执行年，两条主线是强化定期便和培育新一代业务。上半期已完成经常利润计划的 80%，营业利润计划的 51.5%。

按上半期实绩推算，后半年需要：销售额 161.18 亿日元左右，比上年同期的 149.24 亿日元增长 8.0%，而上半期是下降 0.8%；营业利润 1.15 亿日元左右，上年后半年只有 0.13 亿日元左右；经常利润只剩 0.65 亿日元左右，因为计划不含汇兑。这些都是推算值。

销售额指引多次落空：2024 年 2 月期计划 333.67 亿日元，实绩 296.07 亿日元；2025 年 2 月期 312.05 亿对 294.49 亿日元；2026 年 2 月期 305.31 亿对 291.79 亿日元；2026 年 10 月又下调上半期销售额预测 3.3%。

营业利润方面，2024 年 2 月期计划+3.10 亿日元，实际-9.31 亿日元；2025 年 2 月期计划 3.69 亿日元，实际 0.70 亿日元；2026 年 2 月期计划 1.37 亿日元，实际 2.15 亿日元，靠的是成本手段而不是销售额超出。样本只有三年，乐观的原因没有查明。

持有人对销售额指引打 4%到 6%的折扣较合理，对偏重后半年的计划同样要打折。后半年还要承受邮政和佐川的运费上调，转嫁比例不明，要看 2027 年 1 月 8 日第三季度业绩里关于运费和销售费用的说明。

06.5｜自由现金流比网站数字小得多，上半期经营现金流为负

2026 年 2 月期经营现金流 8.3 亿日元左右，投资现金流+21.1 亿日元，主要是存款到期收回，数据网站上 29 亿日元的自由现金流因此被夸大。资本开支各来源冲突：kabutec 为 1.3 亿日元，Buffett-code 为 7.78 亿日元，而折旧摊销在 8.5 亿至 8.7 亿日元，真实自由现金流只能给一个区间，大致 0.5 亿至 7 亿日元。

有价证券报告书里的设备投资表没有读到。2027 年 2 月期上半期有形与无形固定资产购置 3.46 亿日元；物流和采购系统更新抬高折旧，回报没有量化。

2027 年 2 月期上半期经营现金流为-3.58 亿日元：存货增加 5.42 亿日元，应付款减少 6.01 亿日元，应收款增加 4.88 亿日元。不同来源对存货和应付款的科目口径不同（存货+5.62 亿对+5.42 亿日元；电子记录债务-6.60 亿对应付款-6.01 亿日元）。全年经营现金流还不知道。

对股东的后果：分红约 1.78 亿日元，正常年份由经营现金流覆盖；账上现金的富余来自累积余额，不来自年度自由现金流。真实的资本开支、系统投资回收期，以及经营必需现金与可分配盈余现金各占多少，仍未解决。

06.6｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过

2026 年 2 月末：现金及存款 97.61 亿日元，流动负债 84.02 亿日元，无固定负债，净资产 196.51 亿日元，自有资本比率 70%左右（2026 年 8 月 72.1%）；有形固定资产 64.81 亿日元（总部土地 19.50 亿日元，建筑 42.27 亿日元左右），无形资产 15.72 亿日元，投资等 26.53 亿日元；有数据网站显示净有息负债为-93.81 亿日元。公司持有外币存款。

现金曾从 2021 年 2 月的 167 亿日元降到 2022 年 2 月的 125 亿日元、2024 年 2 月的 90.63 亿日元，此后在 87 亿至 98 亿日元之间。下降主要来自负债压缩（流动负债由 176.6 亿日元降到 84.0 亿日元）和一个亏损年，不是股东回报。

2026 年 8 月现金约 89.4 亿日元，上半期现金等价物减少 13.22 亿日元，其中 5 亿日元转为定期存款；这些大体是季节性变化：非现金流动资产在 11 月最高（90.7 亿日元左右），2 月最低（75.9 亿日元左右），现金则在 2 月最高。2027 年 2 月期一季度负债减少 3.24 亿日元，主要是应付款减少 2.47 亿日元。

存货是自有企划的自有商品，有降价风险，后半年销售额增长需要把它卖出去。账龄、跌价准备、供应商付款条件、客户预收款都没有披露。在 0.7%的营业利润率下，存货减值首先吃掉利润；如果季节性高峰需要占用 10 亿日元左右的流动性，真正可自由支配的现金也要相应减少。受限资金、外币存款的币种构成、三个月以上的存款期限，以及租赁、退休金和担保的明细都没有取到。

07｜股东、董事与治理

07.1｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

股东名册（扣除库存股口径，2025 年 8 月）：目神山事務所 11.27%，一般財団法人フェリシモ財団 8.42%，フェリシモ共創会 5.16%，矢崎和彦 4.24%，子守康範 3.68%，星美佐 3.68%，矢崎真理 2.52%，前十名合计 49%左右。数据网站按已发行股数计算的比例不同（目神山事務所 8.41%，财团 6.29%）。

目神山事務所的代表董事是社长矢崎和彦，这家公司 2013 年买入フェリシモ股份（2013 年 10 月 17 日报告约 8%）。当月股价下跌 10.5%，成交 29.3 万股，此后六个月收盘价钉在 992 至 1,005 日元，这一价格表现的机制没有查明。财团 2020 至 2021 年通过向它第三方配售库存股成立，社长担任代表董事。目神山事務所与财团的持股比例自 2021 年起没有变化。

可确认的家族相关持股 26.5%左右（目神山事務所、财团、矢崎和彦、矢崎真理），计入共创会为 31.6%左右，但共创会与家族的关系没有核实。再加 25%的库存股，个人投资者占流通股 80%左右，外资 2.5%左右，股东大会赞成率约 90%。这个结构保证了稳定的表决权，也去掉了折价通常赖以收敛的外部渠道。控股方的意图没有公开，大额持股报告和股东协议也没有读到。

07.2｜接班带来延续，现有证据看不出资本政策会变

2026 年 1 月 27 日，专务矢崎真理（1982 年生）被增选为代表董事，他是社长矢崎和彦（1955 年生，1987 年起任社长）的长子，公司变成两位代表董事。2026 年 5 月 28 日股东大会，全体董事以约 90%至 91%赞成率连任，盈余处分议案赞成 91.26%，没有股东提案。

内部董事报酬 1.63 亿日元（6 人），全部为固定报酬，前几年为 1.26 亿至 1.34 亿日元；没有找到任何一年有业绩联动的现金或股票报酬金额，2024 年 2 月期亏损时固定报酬也没有明显调整。公司有用库存股发放的业绩联动股票报酬制度（债权上限 5 亿日元、10 万股），分配由社长决定。固定报酬 1.63 亿日元相当于 2026 年 2 月期营业利润的 76%（推算）。

治理稳定，但不迫使股东回报：计划落空、报酬和资本政策基本靠自律，对折价的回应是 ROE 目标和提高分红，不是回购。接班可能意味着延续，也可能重置资本政策，目前没有任何证据指向其中一方。共创会、子守康範、星美佐的关系和意图未知，2026 年的公司治理报告和关联交易部分也没有读到。

07.3｜销售额指引三年落空，管理层的预测要打折

2024 年 2 月期计划 333.67 亿日元，实际 296.07 亿日元（落空 11.3%）；2025 年 2 月期计划 312.05 亿日元，实际 294.49 亿日元（落空 5.6%）；2026 年 2 月期计划 305.31 亿日元，实际 291.79 亿日元（落空 4.4%）；2026 年 10 月又把上半期销售额预测下调 3.3%。营业利润 2024 年 2 月期和 2025 年 2 月期大幅落空，2026 年 2 月期靠成本手段超出。

样本只有三年，乐观的原因没有查明，但持有人对计划的可信度要保留余地，详细数字见财务质量一章。

08｜资本政策

08.1｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号

每股分红 2023 年 2 月期至 2025 年 2 月期为 15 日元，2026 年 2 月期 20 日元，2027 年 2 月期计划 25 日元：合计 1.78 亿日元，约占计划每股收益 42 日元的 59%，股息率 3.0%左右。2024 年 2 月期亏损年也付了 1.06 亿日元分红。公司的政策是自 2025 年 4 月起约三年内累进分红或维持稳定分红，同时设定 ROE 5%以上的目标。

库存股方面：2025 年 4 月 17 日董事会决议注销 50 万股（占已发行股数 4.98%），2025 年 5 月 29 日执行；仍有 2,420,914 股库存股（已发行股数的 25%左右），至 2026 年 8 月没有变化，没有回购、公开收购或私有化的证据。库存股账面成本 28.62 亿日元，对应 2,920,914 股，每股 980 日元上下（推算），高于现价 835 日元。没有增发；股票报酬上限 10 万股（1.4%左右），来自库存股。

回购的杠杆在 0.30 倍市净率下非常大：每回购 10 亿日元，约相当于市值的 17%。但日均成交只有 2 千股左右，需要公开收购式的途径才能操作。政策承诺期到 2028 年 4 月，之后的政策、是否有回购或公开收购的意图，都是不公开的。

如果利润偏弱，25 日元分红需要扣除汇兑后的经常利润至少 1.78 亿日元才能完全覆盖，否则要动用存量现金。ROE 一章已经说明，即使净资产缩小，ROE 也只到 2.5%上下，所以回购本身不够，还需要经营利润率抬高。接班是否改变这一点，目前无证据，见治理一章。留存的大量现金回报低于股权资本成本，这是长期持有的机会成本。

08.2｜折价由资本政策养成，十九年没有收敛

公司自己说股价自 2007 年 2 月期起没有超过每股净资产；2020 年至 2026 年各年 2 月末市净率在 0.28 至 0.52 倍（2026 年 2 月末 0.31 倍），2010 年以来在 0.25 至 0.86 倍。这是结构性折价，不是周期性低谷。没有回购或公开收购，闲置现金的回报低于股权资本成本，折价就持续。收敛的条件是 ROE 达到股权资本成本以上，或资本回报把现金转成每股价值。控股方和公众股东为什么能容忍这个折价，公开资料没有答案。

09｜估值与安全边际

09.1｜本轮不用市盈率和 EV/EBITDA 当锚，改用资产、现金流和正常化利润

2026 年 11 月 19 日收盘 835 日元，按流通股计算市值 59.5 亿日元，市净率 0.30 倍，预测市盈率 19.9 倍，预测股息率 3.0%。推导如下，每行一个量：

流通股	= 已发行 9,543,500 股 − 库存股 2,420,914 股	7,122,586 股
总市值	= 流通股 7,122,586 股 × 股价 835 日元	59.5 亿日元
预测市盈率	= 股价 835 日元 ÷ 计划每股收益 42 日元	19.9 倍（2027 年 2 月期计划）
实绩市盈率	= 股价 835 日元 ÷ 实绩每股收益 50.38 日元	16.6 倍（2026 年 2 月期）
预测股息率	= 每股分红 25 日元 ÷ 股价 835 日元	3.0%（2027 年 2 月期计划）

实绩市净率 0.30 倍（每股净资产 2,763 日元）；ROE 1.84%（2026 年 2 月期实绩）。EV/EBITDA 不适用：净现金超过市值，企业价值为负；EBITDA 所需的一级口径（营业利润加折旧摊销）未取得，标为缺口。

不用报表市盈率当锚：每股收益被汇兑收益和低税率抬高，正常化后市盈率是 22 至 26 倍。EV/EBITDA 因为企业价值为负，没有倍数意义。市净率也不能单独说明便宜，因为这个折价已经存在十九年。

改用的锚有三项：一是资产锚，净流动资产约 89 亿日元，约为市值的 1.5 倍；二是现金流锚，分红 1.78 亿日元与经营现金流的覆盖；三是正常化盈利锚，2.3 亿至 2.7 亿日元的净利润。适用限制：没有不动产评估，没有同业倍数或一致预期可比，净流动资产中有多少是经营必需现金尚未解决。

09.2｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值

数据网站大多用已发行股数计算，得到市值 80 亿至 82 亿日元、市净率 0.30 至 0.41 倍，比按流通股计算的 59.5 亿日元高出三分之一左右。2026 年 2 月末净流动资产 89 亿日元左右，约为市值的 1.5 倍，仅现金就相当于市值的 1.5 至 1.6 倍，企业价值为负。也就是说，市场把经营业务和 62 亿日元左右的土地建筑都定在零以下。

这意味着市场对股东能否拿到这笔现金，或经营业务能否持续，缺乏信心。按 2026 年 2 月期每股收益 50.38 日元，市盈率 16.6 倍；按计划每股收益 42 日元，约 20 倍；正常化后 22 至 26 倍。股息率 3.0%。股东买到的是以低价持有现金和地产的权利；估值提供下行保护，但不是上行催化。

所以折价是结构性的：关键不在偿债能力，而在现金能否到股东手里和经营能否持续。外部力量无法迫使控股方释放现金，价值取决于控股方的偏好（见治理一章）。

09.3｜安全边际只有一个压力样本，账面价值不等于价格底

压力参照是 2024 年 2 月期：经营现金流-8.77 亿日元，现金等价物由 101 亿日元降到 77 亿日元，现金及存款减少 30 亿日元（121 亿日元到 91 亿日元）。重演一次仍会剩 60 亿日元以上，分红有现金覆盖约 50 倍。自我修复也有记录：关闭子公司 cd.、削减成本。

局限在于：每股净资产一个坏年份可能下降 150 至 400 日元，相当于现价 20%到 50%的变动，账面价值不一定构成价格底；只有一个压力样本，真正的盈余现金（扣除营运资金需要、受限资金、存款汇率波动和存货可变现性）没有检验。

隐含资产大多只有账面值：自用总部（Stage Felissimo）土地 19.50 亿日元、建筑 42.27 亿日元左右，投资 26.53 亿日元（2024 年 2 月的 34.58 亿日元下降，2025 年 2 月期证券评估损失 0.75 亿日

元），再加含外币存款的现金。不动产和证券的市场价值、变现的税负和变现意愿都未知，没有观察到出售。低市净率靠现金支撑，多于靠不动产；没有资本回报或变现行动，资产价值不构成催化。

09.4｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面

2026 年 10 月 1 日因汇兑上调经常利润，当天收盘只下跌 1.2%，成交量 16,600 股，是 8 至 10 月窗口里最大的一天。市净率处在 0.25 至 0.86 倍区间的底部，计划市盈率 20 倍上下，股息率 3.0%，机构覆盖很少，散户为主。盈利惊喜的影响很小；好消息的反应函数主要存在于资本回报和治理新闻上。

反向看：现价意味着市场对现金的可取得性和经营的耐久性信心很低。没有找到一致预期、券商覆盖、融资融券数据；成交极薄，价格反应是弱信号，这个读数是研究推断。

与价格结构对照：盈利恢复、分红提高、上调预测都没有在价格上留下更高的稳定位置，价格尚未对基本面改善给出确认（价格行为见技术结构一章）。因此估值判断的预期回报约等于分红加一个不确定的折价收敛事件，安全边际来自资产负债表，并以控股方的行为为条件；每 10 亿日元回购可消去 17%市值，但尚无任何信号。

10｜Kabugami 技术结构

10.1｜现价在已检索历史的最低区域，比 2021 年高点低 56%左右

本章观察日为 2026 年 11 月 19 日，收盘 835 日元，成交 2,200 股。这一节要回答的问题是：2021 年那一波上冲被完整收回、年度高点连降五年之后，下跌是否已经走到头；现在的 810 至 900 日元区域是站稳的底部，还是只是下跌放缓。

价格事实：2006 年上市；2009 至 2019 年价格主要在 900 至 1,400 日元运行（2010 年 2 月期高点 1,770 日元是 2017 年以前检索到的最高价，2011 年 3 月和 2020 年 3 月的单日低点 776 日元、752 日元很快收回）。2017 年和 2018 年两次冲高到 1,474 日元和 1,611 日元，2020 至 2021 年上冲到 1,673 日元，再到 1,919 日元（2021 年 7 月 8 日，当年成交 517 万股）。

此后旧区间被收回并向下跌穿：各年高点 1,919、1,409、1,049、970、958、900 日元；各年低点 1,216、962、900、811、695（只出现一天）、815、819 日元；年末收盘 1,375、1,015、938、813、880 日元，2026 年 11 月 19 日 835 日元。各年成交量：2021 年 517 万股，2022 年 300 万股，2023 年 173 万股，2024 年 174 万股，2025 年 236 万股，2026 年到 7 月 21 日 96 万股。

数据局限：用的是网站摘要，没有取到完整月线、2006 至 2008 年和 2016 年的数据、均线和 MACD 序列，也没有 2026 年 11 月 20 日的交易。最后一个完整交易日是 2026 年 11 月 19 日。

10.2｜下跌一波比一波浅，三次回踩落在同一条价格带里

2021 年高点 1,919 日元到 2022 年 10 月的 962 日元，15 个月内下跌近 50%。此后一波比一波弱：到 2023 年的 900 日元只跌 6.4%，到 2024 年 12 月的 811 日元跌 9.9%，再到 2025 年 7 月的 815 日元、2026 年 5 月的 819 日元，几乎是平的。各年振幅占当年低点的比例：2022 年 46%，2023 年 17%，2024 年 20%，2025 年 38%（剔除 695 日元一天，约 17.5%），2026 年至今 10%。

2024 年先是 900 至 960 日元的箱体到 9 月，第四季度台阶式下移到 828 至 845 日元。2025 年 4 月 7 日出现 695 日元，比 811 日元低 14%，只有一天，到 7 月已回到 815 日元以上。这一天可能是底部的假

摔，但尚有争议，要靠此后低点不再创新低来确认；自那一天以后约 19 个月没有再低于 811 日元一带。811、815、819 日元三次回踩落在 1%之内，底部区域在被反复确认。

这只能说下跌明显放缓、还在磨底，不能说已经见底：数年的下跌已经很难再跌出新低，但上方没有更高的位置。

10.3｜低位区间缩量窄幅，没有出现更高的回踩终点，上方压力很厚

2026 年全年波动 819 至 900 日元，只有 10%上下，是检索到的十年里最窄；日成交量多在 1.2 千至 7.4 千股，只有 8 月 26 至 27 日和 10 月 1 日有 1.3 万至 1.7 万股的单日。低点 811、815、819 日元只抬高了 1%左右，在噪音之内；高点 970、958、900 日元还在下移。这更像缩量的窄幅磨底，缺少向上的活力。

反弹也没有站稳：2025 年 10 月 1 日冲到 958 日元（10 月 7 日 937 日元），约三个半月后回到 880 日元（12 月 30 日），2026 年 1 月 28 日跌到 835 日元。2026 年 1 月 8 日高点 900 日元之后的回踩终点 835 日元，低于 880 至 900 日元的出发点。2023 年曾是底部的 900 日元，现在成了上沿（2026 年 1 月高点 900 日元，8 月 883 日元）。现价在 819 至 900 日元区间的下三分之一，离 819 日元 2%左右，离 900 日元约 7%。

上方是厚重的成交密集区：1,200 至 1,900 日元一带，2021 年成交 517 万股。2021 至 2025 年年末收盘均值约 1,004 日元，比 835 日元高 17%上下。下跌的速度已经变慢，但长期的价格记忆远在现价之上，价格重新靠近它们还要很久。均线和 MACD 没有算出，因此这里不对它们作判断。

历史上的冲高多次被完整收回：2015 年 12 月 1,366 日元（18.2 万股的一天）、2017 年 10 月、2018 年 10 月、2020 年 10 月、2021 年 7 月、2025 年 10 月。2017 至 2026 年十个年度高点中，有六个落在季度初月份的前十天，另四个是下跌年份的年初高点。

这提示季度换手时的冲高在薄流通盘里容易消退，但样本很小，2026 年 10 月 1 日的检验也没有出现冲高，只能算待验证的线索。三次单日急跌（776 日元、752 日元、695 日元）都被收回，但日线路径没有取到，恢复速度无法计算；收回很快，与成交薄时的单日失真相吻合。

10.4｜消息发布之后：好消息没有留住，坏消息守在底线上方

价格结构先独立形成，再看公开消息后价格怎么走。2025 年 4 月 8 日 2025 年 2 月期业绩公布，发生在 695 日元那天的次日，反弹与大盘同步，无法分开。

2025 年 10 月 7 日第二季度业绩时，价格已在 10 月 1 日冲到 958 日元，之后被完整收回。2026 年 1 月 9 日第三季度业绩：1 月 8 日 900 日元，到 1 月 28 日滑到 835 日元。

2026 年 3 月 31 日修正与 4 月 7 日全年业绩之后，2026 年低点 819 日元出现在 5 月 25 日，没有留住上涨。2026 年 7 月 7 日一季度亏损，次日下跌 1.4%，一周内回到 860 至 870 日元。

2026 年 10 月 1 日汇兑上调经常利润，收盘 849 日元（下跌 1.2%），低点 827 日元，成交 16,600 股，次日 860 日元，到 11 月 19 日是 835 日元，上调之后价格更低，不是更高。

好消息没有留下更高的稳定位置，坏消息守在 811 至 819 日元以上被吸收。两个方向都没有形成持久的反应，成交薄的情况下更接近“价格与基本面没有清晰的关系”。2022 至 2023 年的下跌早于 2024 年 2 月期亏损，略有价格领先的味道，但 2023 年 2 月期利润并不差，不够稳。不能据此推断市场知道未公开

信息。2013 年 10 月，目神山事務所买入通知之后当月下跌 10.5%，之后六个月钉在 992 至 1,005 日元，机制没有查明。

基本面观点“资产负债表托底”，价格结构既没有确认也没有否定；两条证据链并行，不互相改写。

10.5｜判断：下跌明显放缓但还在磨底，后面看三件事，没走到的话先等

当前判断：价格已经很难再跌出新低，但还没有出现更高的位置，处在缩量磨底阶段。判断受数据限制：数据是网站摘要，流通极薄，单日极值噪声大，均线与 MACD 序列和恢复速度都没有算。

确认条件：一，月线低点在 2027 年 1 月和 4 月的季度初窗口继续守在 811 至 819 日元；二，下一次冲高之后的回踩终点高于出发点（860 至 880 日元以上），不再是 835 日元或更低；三，月线收盘站上 900 日元，回踩后守在 880 至 900 日元以上，再往上才轮到 958 至 970 日元；上涨放量，缩量回踩。

推翻条件：月线收盘跌破 811 日元左右，一两个月内收不回，说明跌势继续，2025 年 4 月不是假摔；2027 年出现低于 2026 年低点 819 日元的回踩；再一次冲高在三四个月内被完整收回，而高点低于 900 日元，说明这里只是缓慢下行，不是底部。这是窗口式的条件，不是日期：以 2027 年 1 月和 4 月为观察点，收盘越过 811 日元或 900 日元就重新判断。

11｜风险与催化剂

11.1｜最近的变数是后半年计划和运费上调

计划需要后半年销售额增长 8.0%、营业利润 1.15 亿日元左右。运费同时上调：日本邮政 2026 年 10 月 1 日起邮包（Yu-Pack）平均涨价 10%左右，Yu-Packet 统一为 360 日元，Click Post 由 185 日元涨到 240 日元；佐川急便 2027 年 1 月 1 日起平均上调 13.8%左右。

公司的承运商组合和合同价格没有披露，传导只能判断方向，没有量级。销售费用占销售额 54%左右，目录和配送在销售费用中占比高，运费上涨正压在 0.7%的利润率上，而且发生在计划需要利润抬升的后半年。

对普通股东，计划再一次落空会重复销售额指引连续落空的模式；运费转嫁多少，要看 2027 年 1 月 8 日的第三季度说明。

11.2｜下行路径：汇率回吐、人口老化、港塔重设、系统投入

汇兑回吐：计划不含汇兑，日元走强或日本央行 12 月加息会让一部分上半期收益回吐，双向波动。公司自述的风险包括：主要客户是三十至五十多岁女性，消费情绪和少子化的长期影响；大部分销售经由传统定期便，转向网页下单可能改变购买行为；既有和新进入者的竞争；目录和配送成本占销售费用比例高；依赖国内邮购；受访问销售、消费合同、标示、产品责任、分包付款和医药器械等法律约束。这些风险的传导没有量化，监管对订阅经济的影响也未定量。

港塔租约或授权条款重设会让第二支柱消失。最坏情形还包括：客户和频次继续下降，重演 2024 年 2 月期的亏损和 30 亿日元左右的现金流出；在 0.7%的利润率上发生存货减值；日元走强同时税率恢复正常。

11.3｜日程内的业绩公布信息量低，资本回报决定才有杠杆

日程：2027 年 1 月 8 日第三季度业绩；2027 年 4 月前后 2027 年 2 月期全年业绩；2027 年 5 月股东大会；分红与 ROE 目标的承诺期到 2028 年 4 月前后。2026 年 10 月 1 日汇兑上调只带来 1.2%的下跌，说明例行业绩对重估信息量低。

更大的每股杠杆——回购、公开收购、资本回报政策、经过验证的客户恢复——是控股方可自行决定的，现有证据中没有任何信号。日元走势和日本央行 12 月加息是经常利润的双向变量，因为计划不含汇兑。

资本回报行动或港塔消息的概率和时点未知。

推翻或改写判断的条件：客户数和定期便销售额止跌、分部披露证明港塔与共创伙伴盈利，则经营成为价值驱动；现金大幅下降、ROE 仍低于资本成本，则安全垫判断被推翻；公布回购或公开收购，则折价开始收敛。验证点包括 2027 年 1 月 8 日的客户指标、后半年步骤、运费和资产负债表，2027 年 4 月的全年业绩，任何资本政策公告，以及 2027 年 1 月和 4 月相对 811 日元和 900 日元的价格窗口。

12｜反常识发现

本篇是首次完整研究，以下发现都属于本次首次得出，其中部分基于推算和数据网站口径，已在对应章节注明。

第一，数据网站的市值和市净率多按已发行股数计算，比按 7,122,586 股流通股计算高估三分之一左右，市值应为 59.5 亿日元，市净率 0.30 倍。

第二，净流动资产约 89 亿日元，是市值的 1.5 倍，企业价值为负：市场把经营业务和 62 亿日元左右的土地建筑一起定在零以下。

第三，2026 年 2 月期的利润率恢复里，有一部分是客户基数缩小带来的副产品，比如配送成本偏低。

第四，经常利润在近年每年都高于营业利润，2027 年 2 月期上半期的经常利润增长完全来自汇兑。

第五，数据网站上 29 亿日元的自由现金流被存款到期收回夸大，真实数字是一个区间。

第六，财团是通过库存股配售成立的，社长担任代表，加上家族持股，解释了为什么十九年的折价没有带来任何资本回报。

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜控股方会不会宣布回购或公开收购，把近 90 亿日元现金变成每股价值

问题：控股的家族和财团或管理层，会不会宣布回购、公开收购、大额特别分红或数字化的中期资本计划；还是资本政策到 2028 年 4 月前后的承诺期结束，仍然只有每股 25 日元分红和 5%以上的 ROE 目标。为什么重要：这是最大的每股杠杆，每回购 10 亿日元约相当于市值的 17%。

反面答案的后果：没有行动，折价大概率继续，预期回报只剩分红。能解决的证据：东证披露系统的资本政策公告、2027 年 4 月前后的资本成本更新或中期计划、大额持股报告。

与第 01 章的改写条件对应：公布则判断上调。

13.2｜客户止跌了吗，客户减少是份额流失还是人口老化

问题一：2027 年 1 月 8 日第三季度业绩的客户指标表，累计客户数和购买频次是否不再下降，上半期新客户的增加在计入更高广告费之后是否盈利。为什么重要：客户恢复会让经营业务取代资产负债表成为价值来源。反面答案：继续下降，则重复 2024 年 2 月期的路径。证据：第三季度业绩的客户指标、留存和客户生命周期披露。

问题二：客户减少是被平台和替代品抢走份额，还是三四十至五十多岁女性的自然老化。为什么重要：份额流失可以改善，人口老化是结构性的。目前只看了两家同业，没有细分市场数据和客户层面切换数据。证据：订阅与目录型服饰的细分市场规模、同业客户指标、客户年龄结构变化。

13.3｜后半年计划能否兑现，运费能转嫁多少

问题：能否在邮政（约 10%）和佐川（约 13.8%）涨价下，完成后半年销售额增长 8%和营业利润 1.15 亿日元左右。为什么重要：这决定销售额指引的可信度是改善还是重复落空。反面答案：计划再次落空，则对管理层预测的折价扩大。证据：第三季度业绩里关于运费的说明、销售费用明细和任何运费调整公告。

13.4｜港塔和共创伙伴的利润与合同条款

问题：神户港塔和共创伙伴的营业利润是多少，租金、期限（15 年还是 5 至 15 年）、续约、终止和角色授权费用是什么。为什么重要：这决定占销售额 11%以上的新领域是真正的第二盈利支柱，还是只增加销售额。反面答案：条款不利或重设，港塔价值转移给业主或授权方，正常化利润下调。证据：证券报告书的新业务与分部注释，神户ウォーターフロント開発機構的披露。

13.5｜外币存款有多大，低税率什么时候回到正常

问题一：外币定期存款的规模、币种、对冲政策是什么，日元走强（日本央行 12 月加息，160 日元附近的干预）会让多少经常利润回吐，而日元贬值已经抬高了进口成本。为什么重要：它决定非经营垫子的大小。反面答案：存款很大且未对冲，则经常利润的下行空间大。证据：证券报告书的金融工具注释、第三季度营业外收支明细。

问题二：隐含税率 13%（2026 年 2 月期）和 8%（计划）背后是亏损结转、估值备抵还是其他项目，什么时候恢复正常。为什么重要：税率正常化会降低报表净利润和每股收益。证据：证券报告书的税务影响注释，包括结转余额与到期。

13.6｜真实的资本开支和可分配的盈余现金有多少

问题：真实的年度资本开支与折旧摊销的比较（1.3 亿日元对 7.78 亿日元的冲突），物流与采购系统更新的回收期，真实的自由现金流，以及 97 亿日元现金中多少是经营必需、多少是盈余。为什么重要：它决定投入资本回报、分红覆盖和现金的真实规模。

反面答案：必需现金偏大，则安全边际缩水。证据：证券报告书的设备投资状况和现金流量表、第三季度资产负债表。

另有存货构成与减值风险（上半期存货增加后）、供应商付款条件、客户预收款也在这一条下面，同样靠报告书和季度披露才能解决。

13.7｜接班是否改变资本配置，其他股东怎么想

问题：2026 年 1 月 27 日的接班是否改变资本配置、固定报酬（内部董事 1.63 亿日元，全部固定）或计划可信度的做法；共创会、子守康範和星美佐的关系与意图是什么。为什么重要：治理变化可能是催化剂，也可能只是延续被动。反面答案：没有变化，折价由控股方的偏好继续决定。证据：2026 年公司治理报告、大额持股报告、股东大会问答。

13.8｜价格能不能守住 811 至 819 日元，并出现更高的回踩终点

问题：月线能否在 2027 年 1 月和 4 月的季度初窗口守住 811 至 819 日元，形成更高的回踩终点或收盘站上 900 日元；还是跌破 811 日元后收不回。为什么重要：价格确认或失败，决定市场是否开始承认基本面。反面答案：收不回则下跌放缓判断失效。证据：未来月线收盘和完整的日线成交数据，以及均线、MACD 序列和三次单日急跌后的恢复路径（这些完整历史现在没有取到）。这是对技术问题的指向，技术判断见第 10 章。

13.9｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项

监管：特定商业交易法对定期购买的规则、港塔特许条件、东证对标准市场低市净率公司的资本成本跟进，是否实质传导到订阅经济或资本政策，没有答案；物流运费是承运商定价，不是监管。这是没有查到，不是没有影响，也没有方向。证据：消费者厅的定期购买指引、特许招标文件、东证跟进名单。

研发与技术：没有找到研发费用或专利，系统投入的回收期没有量化；需要证券报告书的研发行和设备明细，以及 2027 年 2 月期零售媒体收入披露。

供应商：名称、集中度、进口对冲和付款条件没有披露，要看证券报告书的外币项目与衍生品注释。

资产价值：总部土地建筑和证券的市场价值、变现税负和递延税资产或亏损结转的遮盖作用未取得，要证券报告书的投资证券、租赁不动产市价注释和出售公告。

市场预期：没有一致预期、券商覆盖和融资融券数据，还要业绩公布后的价格与成交窗口。

还有一项：25 日元分红在利润偏弱的年份是否可持续，需要扣除汇兑后的经常利润至少 1.78 亿日元。以上与前面各项共同构成需要带到下一次研究的未决问题，没有一项被转成确定的结论。

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜总分 48.52/100，C 级：资产扎实，经营、治理和资本配置拖分

评分版本 V3.2，Kabugami 评分 48.52/100，评级 C（40 至 54.9 分档）。得分由八个模块相加：10.14＋4.90＋5.44＋4.95＋10.20＋4.20＋2.45＋6.24。资产负债表和估值提供了大部分分数，竞争优势、盈利质量、资本配置和治理拖低了总分。

操作建议：暂不主动建仓，列入观察名单；已持有者以分红和现金底为依据继续持有，不加仓。重新评估的条件有三项：公布回购、公开收购或明确的资本回报计划；2027 年 1 月 8 日的第三季度业绩显示累计客户数和购买频次止跌，并且后半年计划没有被运费吞掉；价格月线收在 900 日元之上并守住。若出现亏损年、存货减值，或月线收盘跌破 811 日元左右后收不回，则下调判断。

14.2｜八个模块各得多少分，理由是什么

财务韧性与下行防御：10.14/13 分。无有息负债，自有资本比率 70%左右，现金 97.61 亿日元，净流动资产约为市值的 1.5 倍，2024 年 2 月期亏损年现金流出 30 亿日元后仍剩 90 亿日元以上；扣分在于现金从 167 亿日元降到 90 亿日元左右靠的是压缩负债和亏损，不是股东回报，持有外币存款，上半期经营现金流为-3.58 亿日元。外币存款的规模、受限资金和经营必需现金没有核实，限制了这一项的上限。

竞争优势与结构耐久性：4.90/14 分。自有企划毛利率 54.7%、中标的港塔有一定差异化，但核心客户基数连续两年下降，购买频次下降，没有合同锁定，同业千趣会连亏四年；小额盈利靠成本，不是客户增长。留存数据、港塔条款和客户流失的原因没有查清，上限受限。

盈利质量、现金转化与资本效率：5.44/17 分。营业利润率 0.7%，上半期毛利增长 0.8%而营业利润下降 39.4%，经常利润增长靠 1.41 亿日元的汇兑，隐含税率 13%，正常化 ROE 约 1.2%至 1.4%低于 4.1%的资本成本。经营现金流 8.3 亿日元并不差，成本修复能力已被证明。低税率原因和资本开支口径冲突没有解决。

商业结构、产品、客户与关键依赖：4.95/11 分。定期便占销售额 89%，客户基数和频次下降，新客户靠更高广告费买来；新业务占 11%但利润未披露；亚洲采购和运费上调都压在利润线上。供应商集中度、运费转嫁和新业务利润未知。

估值与安全边际：10.20/15 分。市值 59.5 亿日元，市净率 0.30 倍，净流动资产约为市值的 1.5 倍，企业价值为负，股息率 3.0%；折价十九年没有收敛，市场对汇兑上调反应为-1.2%。不动产与证券的市值、变现税负、多少现金属于经营必需，都没有核实。

资本配置与股东回报：4.20/10 分。分红由 15 日元升到计划的 25 日元，亏损年照付，没有增发，注销了 50 万股；但 25%库存股没有变化，没有回购、公开收购或明确的资本回报计划，现金回报低于资本成本。2028 年 4 月以后的政策和控股方意图不明。

治理、所有权与管理层：2.45/7 分。家族和财团相关持股 26.5%至 31.6%加 25%库存股，内部董事报酬 1.63 亿日元全部固定，销售额指引连续三年落空，没有外部力量保证少数股东利益；扣分之外，没有股东提案，亏损年维持分红，成本修复动作真实。接班后的影响和其他股东的意图未知。

Kabugami 技术结构：6.24/13 分。下跌明显放缓，811、815、819 日元三次回踩落在同一价格带，但高点仍在下移，没有更高的回踩终点，更像缩量磨底而不是新的上行状态。判断受数据限制：数据来自网站摘要，均线和 MACD 没有算出。

14.3｜哪些未解答案会让分数上调或下调

向有利方向：披露港塔是真实的利润来源，或宣布大额回购、公开收购，对应的商业结构、竞争优势、资本配置与估值模块可以上调；低税率被证明可持续、外币存款规模有限且有对冲，盈利质量与财务韧性可以上调。向不利方向：港塔条款重设、盈余现金被证实远小于账面、客户继续下降、月线收盘跌破 811 日元，对应模块会下调。这些是对各模块判断信心的影响，没有改变各分项权重。

14.4｜V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由
财务韧性与下行防御	13	10.14	无有息负债，自有资本比率约 70%（2026 年 8 月为 72.1%），现金及存款 97.61 亿日元（2026 年 2 月末），流动资产扣除全部负债

			后的净流动资产约 89 亿日元，约为按流通股计算的市值的 1.5 倍。2024 年 2 月期亏损年现金流出约 30 亿日元仍剩 90 亿日元以上，说明缓冲经得起一次压力。扣分处在于：现金从 2021 年 2 月的 167 亿日元降到 90 亿日元左右，靠的是压缩负债和一次亏损，不是股东回报；持有外币定期存款；上半期经营现金流为负 3.58 亿日元，存货和应付款的季节性占用要求年内保留较多流动性。
竞争优势与结构耐久性	14	4.9	公司的自有企划商品毛利率约 54.7%，并通过中标取得神户港塔的运营权，这两点说明有一定的差异化能力。但核心的定期配送客户基数连续两年下降（累计客户数 2025 年 2 月期减 4.4%，2026 年 2 月期减 3.8%），购买频次下降，而回头客没有合同锁定，切换成本低。行业增长主要被大型电商平台获得，同业千趣会连续四年经营亏损，说明目录型服饰邮购本身没有被证明是好生意。公司小额盈利靠的是成本控制和较低的固定成本基数，不是客户增长。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	5.44	2026 年 2 月期营业利润 2.15 亿日元，营业利润率约 0.7%，销售费用与管理费用占销售额约 53.9%，几乎吃掉全部毛利。2027 年 2 月期上半期毛利增长 0.8%而营业利润下降 39.4%至 1.22 亿日元，经常利润增长 6.1%全靠约 1.41 亿日元的汇兑收益。经常利润超过营业利润的情况近四年每年都有，规模在 1.57 亿至 3.78 亿日

			元。隐含税率仅约13%（2026 年 2 月期），计划中约 8%。研究估算的正常化净利润约 2.3 亿至 2.7 亿日元，每股约 32 至 38 日元，权益回报率约 1.2%至 1.4%，低于公司自己计算的 4.1%权益资本成本。公司指标上的自由现金流因存款到期被夸大，实际是一个较宽的区间。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	4.95	定期配送约占销售额 89%（2026 年 2 月期 260.34 亿日元，减 2.9%），客户为三四十至五十几岁的女性，需求来自习惯性复购。均价上升 2.5%说明价格与产品组合尚稳，但客户数和购买频次下降，上半期新客户增加是用更高广告费买来的。新业务（共创伙伴 B2B、育儿支援、港塔、广告）约占销售额 11%，增长约 13%至 19.6%，但利润未披露，且第三方商品的控制力低于自有企划。商品主要在中国和亚洲生产，正在向孟加拉国转移约 1 个百分点的成本率；邮政和佐川的运费上调（约 10%和约 13.8%）将压在后半年。
估值与安全边际	15	10.2	2026 年 11 月 19 日收盘 835 日元，按已发行股数 9,543,500 减去库存股 2,420,914 后的流通股 7,122,586 计算，市值约 59.5 亿日元，市净率约 0.30，每股净资产约 2,763 日元。多数数据网站按已发行股数计算，市值高估约三分之一。净流动资产约为市值的 1.5 倍，企业价值为负，即市场把经营业务和约 62 亿日元的土地建筑都当作零以下。股息率约 3.0%，

			按 2027 年 2 月期计划每股收益 42 日元计算市盈率约 20 倍，按正常化口径约 22 至 26 倍。市净率自 2020 年以来的年末值在 0.28 至 0.52 之间，折价长期存在。
资本配置与股东回报	10	4.2	每股分红由 15 日元（2024 年 2 月期至 2025 年 2 月期）升至 20 日元（2026 年 2 月期），2027 年 2 月期计划 25 日元（约 1.78 亿日元，约占计划每股收益的 59%），并承诺约三年内累进或维持稳定分红；2024 年亏损年也支付了约 1.06 亿日元。2025 年 5 月注销了 50 万股库存股。但库存股仍有 2,420,914 股（约 25%），至 2026 年 8 月没有变化，没有回购、公开收购或明确的资本回报计划。账面库存股成本约每股 980 日元，高于现价。保留的大量现金回报率低于权益资本成本。
治理、所有权与管理层	7	2.45	社长矢崎和彦（1987 年起任社长）的家族公司目神山事务所持股 11.27%，由其担任代表的一般财团法人フェリシモ财团持股 8.42%，加上家族成员个人持股，可确认的家族相关比例约 26.5%，计入共创会约 31.6%；另有约 25%库存股，个人投资者占流通股约 80%。2026 年 5 月股东大会董事全部以约 90%赞成通过。2026 年 1 月其子矢崎真理成为共同代表董事。内部董事报酬约 1.63 亿日元，全部为固定报酬，亏损年也没有明显调整。销售额指引连续三年落空（2024 年 2 月期计划 333.67 亿日

			元，实际 296.07 亿日元），2026 年 10 月又下调上半期销售额 3.3%。
Kabugami 技术结构	13	6.24	以 2026 年 11 月 19 日为观察日，价格处在已检索的全部上市历史的最低区域之一，比 2021 年高点（1,919 日元）低约 56%。年度高点逐年下移（1,409、1,049、970、958、900 日元），但下行幅度已大幅缩小，811、815、819 日元三次回踩几乎落在同一价格带，2026 年全年波动仅约 10%，成交量收缩。更接近下跌动能衰竭进行中，而非新的上行状态已建立。2025 年 10 月上冲到 958 日元后约三个半月内被完全收回，2026 年 1 月回抽的终点低于出发点，说明没有留住更高的价格区域。旧的 900 至 1,400 日元长期价格吸引区已不再向上拉回价格，900 日元由底部变成上沿。

总分： 48.52 / 100

评级： C

操作建议： 暂不主动建仓，列入观察名单；已持有者以分红和现金底为依据继续持有，不加仓。重新评估的条件有三项：公布回购、公开收购或明确的资本回报计划；2027 年 1 月 8 日的第三季度业绩显示累计客户数和购买频次止跌且后半年计划不被运费吞噬；价格月线收在 900 日元之上并守住。若出现亏损年、存货减值或月线收盘跌破约 811 日元后收不回，则下调判断。

15｜来源与合规

合规与风险声明

本报告为 Kabugami.jp 公开研究记录，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价、收益保证或适合性判断；投资者可能损失部分或全部本金。

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景、技术结构或其他研究判断均可能因事实遗漏、资料时差、解释差异、模型错误、市场、流动性、信用、业务、技术、治理或资本政策变化而偏离实际结果。读者应阅读最新法定披露，并结合自身风险承受能力、资金期限及税务／法律状况独立决策。

15.1｜数据截至 2026 年 11 月 19 日收盘，研究日为 2026 年 11 月 22 日，依据哪些资料

价格与成交数据截止 2026 年 11 月 19 日收盘（835 日元，成交 2,200 股）；研究日为 2026 年 11 月 22 日。2027 年 1 月 8 日的第三季度业绩在研究日之后，没有纳入。

主要公司来源包括以下文件。东证披露系统公布的 2027 年 2 月期中间决算短信（2026 年 10 月 6 日）和 2026 年 10 月 1 日的业绩预测修正。

2027 年 2 月期第一季度决算短信（2026 年 7 月 7 日）。2026 年 4 月 7 日的 2026 年 2 月期业绩，以及 2026 年 4 月 10 日的决算说明会文字记录。

2025 年 4 月的资本成本说明，和 2025 年 4 月 17 日的库存股注销通知。有价证券报告书（2024 年 2 月期于 2024 年 5 月 30 日提交，2025 年 2 月期于 2025 年 5 月 29 日提交）。

2025 年 4 月 24 日更新的公司治理报告，以及 2026 年 5 月 28 日的股东大会决议临时报告。公司英文简介与 IR 日程，港塔相关的公司新闻稿和媒体报道。

外部来源：日本通信販売協会（2026 年 8 月 28 日）的通贩市场统计，千趣会与 Belluna 的业绩报道。日本邮政与佐川急便的运费改定报道，2026 年 11 月的汇率评论。以及株探、日本经济新闻、IRBANK 等价格和财务数据页面。官方英文公司名称为 FELISSIMO CORPORATION。

15.2｜哪些事实无法核实，对判断有什么限制

许多财务数据来自数据网站而不是原文：2026 年 2 月期有价证券报告书（2026 年 5 月 27 日提交）没有全文读到，其中的税务注释、设备投资表、金融工具注释、投资证券与不动产市价注释都没有取得；各来源之间还有冲突（资本开支 1.3 亿日元对 7.78 亿日元，员工数 425、686、717 人，存货与应付款科目口径）。价格数据只有网站摘要，没有完整月线、均线和 MACD 序列，流通极薄。

没有一致预期、券商覆盖和融资融券数据，也没有细分市场、客户留存和获客成本数据；供应商、外币存款、港塔合同条款和控股方的意图，公司没有披露，没有找到可以补充的公开路径。

这些缺失不是否定性的证据：没有查到不等于没有，也不能转成安全或危险的结论。各项未决问题、对判断的影响和能解决它们的证据，在第 13 章逐项列出。有三项判断带有明确的限定：正常化利润、经营投入资本回报率、后半年的推算数字是研究推算，不是公司数据。

15.3｜本报告的性质和免责

本报告是依据公开资料做的研究，不含非公开信息，不构成买卖建议。评分、评级和操作建议是研究判断，不是对价格的保证；价格、业绩和汇率都可能与判断不同，投资决定和盈亏由读者自行承担。报告材料中没有提供需要另行披露的利益冲突信息。

主要资料来源

- ABOUT FELISSIMO｜FELISSIMO COMPANY（公式英語会社概要） (https://www.felissimo.co.jp/company/about/english/about_english_cy.html)
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)

- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)
- 株式会社フェリシモの決算公告・子会社・関連会社情報（catr） (https://catr.jp/companies/fc3a0/47510)
- 2027年2月期 第2四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026年10月6日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)
- 2026年10月1日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)
- 2027年2月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026年7月7日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)
- フェリシモの3～8月期、純利益7％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)
- フェリシモの2026年2月期、売上微減も営業利益は約3倍の約2.1億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)
- フェリシモ、2026年2月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)
- フェリシモ、2026年2月期は減収も大幅増益 2027年2月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)
- フェリシモの2025年2月期、最終損益は3億8500万円の黒字 - 日本経済新聞（FY2/2024 決算報道） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0560973X20C24A3000000/)
- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29） (https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)
- 有価証券報告書 第59期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024年5月30日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)
- 2024年2月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024年4月5日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)
- フェリシモ、2024年2月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)
- フェリシモ、2期連続の増益を達成 2027年2月期の配当予想は25円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)
- フェリシモの連結売上は微減の294億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)
- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク） (https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)
- フェリシモ（3396）、2期連続の増益を達成 2027年2月期の配当予想は25円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)
- 決算:フェリシモの27年2月期純利益16%減、為替差益想定せず 5円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)
- 3396 フェリシモ - IFIS 株予報 - 業績進ちょくと決算スケジュール (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php?action=tp1&bcode=3396&id=100&sa=report)

- フェリシモの 2026 年 2 月期、純利益 31.6%増 - 日本経済新聞（FY2/2025 結果） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0501501X20C25A3000000/)
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)
- 決算:フェリシモ 26 年 2 月期、3 割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)
- (株)フェリシモ【3396】：決算情報 - Yahoo!ファイナンス（2026 年 2 月期 1Q 要約） (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials)
- 来週のドル円相場はどうなる？11/23 週のイベント予定 2026 年 11 月 22 日 (https://www.gaitame.com/media/entry/2026/11/22/070000)
- ドル/円見通し：157 円台半ばで小動き｜日銀の利上げ示唆で一時 157 円割れ（2026 年 11 月 2 日） (https://www.oanda.jp/lab-education/market_news/report_usdjpy_20261102/)
- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移） (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)
- フェリシモの 2027 年 2 月期、純利益 16.5%減 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0599181X00C26A4000000/)
- 有価証券報告書（第 60 期 2024 年 3 月～2025 年 2 月）株式会社フェリシモ (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100VULK.pdf)
- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)
- フェリシモ(3396)の株価・財務分析 (https://www.kabutec.jp/company/?code=3396)
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)
- フェリシモ（3396）の PBR（株価純資産倍率）の推移（irbank） (https://irbank.net/3396/pbr)
- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)

- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)
- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)
- 目神山事務所によるフェリシモ株券に対する買付け: M&A ファイル (http://sugarwind-ma.seesaa.net/article/377681113.html)
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)
- 株式会社フェリシモ（3396）の役員情報 (https://j-lic.com/companies/3396/directors)
- 3396 フェリシモ 役員報酬（irbank） (https://irbank.net/E03467/fee)
- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)
- フェリシモ 2 年ぶり黒字 運営の神戸ポートタワー好調、来場者 31 年ぶり 50 万人超（神戸新聞NEXT） (https://kobe-np.co.jp/news/economy/202504/0018847930.shtml)
- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)
- フェリシモが展望施設を運営など 神戸ポートタワー、来春の再開館で - 神戸経済ニュース (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-13710.html)
- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10 月 10 日～11 月 30 日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)
- フェリシモが「神戸ポートタワー」を運営する狙いとは？「神戸をテーマパークのように楽しんでもらえる場所にしたい」（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/12127)
- カタログ掲載｜バイヤーセレクトの通販｜フェリシモパートナーズ（公式） (https://www.felissimo.co.jp/partners/wk84273/)
- フェリシモ(3396) の企業概要・業績・財務・IR 資料｜CREX 経済データプラットフォーム (https://www.crex-data.com/company/3396)
- 2025 年度通販・EC 市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会 (https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)
- 2025 年度の通販・EC 市場は 15.4 兆円で 5.9%増。大手 EC モールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)
- ベルーナ 3 月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)
- 千趣会の 2026 年度の売上高を 410 億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)
- 千趣会決算、通販事業振るわず～命運握る「再生計画」の実行性（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)
- 配送料の値上げとクレカ決済のルール変更：EC 関連ニュースまとめ【2026 年 7 月】 (https://www.commercepick.com/archives/99256)
- 佐川急便が平均 13%値上げなぜ？改定時期と送料や通販への影響まとめ｜たろ速 (https://tarosoku.jp/2026/10/02/sagawa-delivery-price-hike/)
- ゆうパックが平均 10%値上げ — 2026 年 10 月の運賃改定で EC 事業者が見直すべき送料設計と配送体験 (https://recustomer.me/blog/news-japan-post-shipping-rate-hike-2026)

- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋） (https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)
- 株主・投資家のみなさまへ｜FELISSIMO COMPANY（IR カレンダー） (https://www.felissimo.co.jp/company/ir/ir_cy.html)
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次） (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)
- 【フェリシモ】（3396） 過去 10 年間の株価推移（日本経済新聞） (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=3396)
- フェリシモ【3396】の月間株価（月足）｜時系列データ｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=mon)
- フェリシモ【3396】株価｜週次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=shin&page=10)
- フェリシモ【3396】株価｜日次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&margin_balances=1&ashi=day)
- フェリシモ<3396（トレーダーズ・ウェブ） (https://www.traders.co.jp/stocks/62_3396/)

研究发现索引｜阅读版

本页只列正文 00/01 已提升为核心判断入口的 8 项发现。本次研究共 95 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。 在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文
F001 · 在线	株式会社フェリシモ (official English name FELISSIMO CORPORATION), TSE Standard 3396, head office Kobe, founded 1965, capital ¥1,868M, fiscal year Mar–Feb. A catalog/internet direct marketer of lifestyle goods; the operating business sits in the listed parent (subsidiary cd. closed), so consolidated cash and profit largely belong to ordinary shareholders without visible minority leakage. Family holding vehicles and a foundation sit above it and affect capital allocation, not the perimeter. Employee counts conflict across sources (425 securities report, 686 company profile, 717 gBizINFO).
F002 · 在线	06｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益
F003 · 在线	06｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品
F004 · 在线	03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降
F005 · 在线	06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空
F006 · 在线	06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空
F007 · 在线	02｜费用几乎吃掉全部毛利，客户数的小变化会被放大成利润的大波动
F008 · 在线	06｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

附录 A｜完整研究发现索引

纸面版按“对应中文正文 → 对普通股东的含义 → 证据来源”阅读；重复的证据角色与研究域已经合并。内部英文/机器标记只作为核对记录保留，不再占据读者主视线。 在线查看逐条可折叠版本 →

F001｜株式会社フェリシモ (official English name FELISSIMO CORPORATION), TSE Standard 3396, head office Kobe, founded 1965, capital ¥1,868M, fiscal year Mar–Feb. A catalog/internet direct marketer of lifestyle goods; the operating business sits in the listed parent (subsidiary cd. closed), so consolidated cash and profit largely belong to ordinary shareholders without visible minority leakage. Family holding vehicles and a foundation sit above it and affect capital allocation, not the perimeter. Employee counts conflict across sources (425 securities report, 686 company profile, 717 gBizINFO).

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；02｜公司靠每月寄送的自有企划商品赚钱，经营全部在上市母公司里；15｜数据截至 2026 年 11 月 19 日收盘，研究日为 2026 年 11 月 22 日，依据哪些资料

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- ABOUT FELISSIMO｜FELISSIMO COMPANY（公式英語会社概要） (https://www.felissimo.co.jp/company/about/english/about_english_cy.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、21、24
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、23
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- 株式会社フェリシモの決算公告・子会社・関連会社情報（catr） (https://catr.jp/companies/fc3a0/47510)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：29、32、33；同业比较：29、32、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：株式会社フェリシモ (official English name FELISSIMO CORPORATION), TSE Standard 3396, head office Kobe, founded 1965, capital ¥1,868M, fiscal year Mar–Feb. A catalog/internet direct marketer of lifestyle goods; the operating business sits in the listed parent (subsidiary cd. closed), so consolidated cash and profit largely belong to

ordinary shareholders without visible minority leakage. Family holding vehicles and a foundation sit above it and affect capital allocation, not the perimeter. Employee counts conflict across sources (425 securities report, 686 company profile, 717 gBizINFO).
- 内部研究类型：EntityPerimeter
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Per-share work must use 7,122,586 outstanding shares, not 9,543,500 issued; perimeter is simple and not a source of hidden value or leakage.
- 不确定性（原始记录）：Full subsidiary/associate list, minority interests and the headcount conflict (425 vs 686 vs 717) are not reconciled; likely immaterial to valuation.

在线打开本发现 →

F002｜06｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；06｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益

研究范围：开放研究

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転 6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；外部现实校验：30、31；反向验证：30、31
- 2027 年２月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年７月７日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：H1 FY2/2027 (Mar–Aug 2026): sales ¥14,147M (-0.8%), gross profit ¥7,896M (+0.8%), operating profit ¥122M (-39.4%), ordinary profit ¥262M (+6.1%), net profit ¥231M (+7.0%). On 2026-10-01 the company raised H1 ordinary profit from ¥147M to ¥262M (+¥114M) explicitly because of FX gains while cutting H1 sales guidance 3.3% (¥14,622M→¥14,147M) and leaving the full-year plan unchanged. Q1 was an operating loss of ¥67M. H1 ordinary profit is 80% of the full-year plan, operating profit 51.5% of plan.
- 内部研究类型：CurrentResultsFinding
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

- 普通股东含义（原始记录）：Gross profit rose yet operating profit fell 39%: the headline ordinary/net profit increase is non-operating and does not demonstrate operating improvement.
- 不确定性（原始记录）：Cash-flow and balance-sheet details of the H1 filing were only partly seen; Q3 results (2027-01-08) fall after the Review date.

在线打开本发现 →

F003｜06｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

写入正文：06｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2025 年 2 月期、最終損益は 3 億 8500 万円の黒字 - 日本経済新聞（FY2/2024 決算報道） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0560973X20C24A3000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：27、28、30、31、32、33；同业比较：27、28、30、31、32、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29） (https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：23、26、28、30、31、33；同业比较：23、28、30、31、33、35；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ、2024 年 2 月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：29；专项深挖：23、28、29、33；同业比较：23、28、29、33、35；其他用途：历史

- 株式会社フェリシモの決算公告・子会社・関連会社情報（catr） (https://catr.jp/companies/fc3a0/47510)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：29、32、33；同业比较：29、32、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Consolidated sales/operating/ordinary/net (¥M): FY2/2023 32,160/440/818/671; FY2/2024 29,607/-931/-612/-858; FY2/2025 29,449/70/227/136; FY2/2026 29,179/215/468/358 (gross margin 54.7%, +0.8pt; operating margin 0.7%). FY2/2024 was a loss year (sales -7.9%): the company blamed undifferentiated products and weak value expression that cut total customer count; SG&A fell only 0.6% as shipping savings were offset by hiring/training and web-system spend; subsidiary cd. was impaired and closed. Sales remain ~10% below FY2/2023 and operating profit below FY2/2023's ¥440M. Special items: FY2/2025 securities valuation loss ¥75M, FY2/2026 fixed-asset retirement ¥56M.
- 内部研究类型：HistoricalEarningsPath
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The recovery is real but shallow; the FY2/2024 episode is the one observed stress case for cash and book value.
- 不确定性（原始记录）：The cause of the 2021–22 liability reduction is inferred from balance-sheet movement, not read from notes; cd. scale and closure cost not researched.

在线打开本发现 →

F004｜03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降

写入正文：03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降；05｜护城河证据不足：复购靠习惯，没有合同锁定，留存数据没有公开；14｜八个模块各得多少分，理由是什么

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史

- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク） (https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、08、10；反向验证：02、10；专项深挖：02、05、08、10
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Teiki-bin (regular delivery, ~89% of FY2/2026 sales, ¥26,034M, -2.9%) is eroding on volume: cumulative customers -4.4% (FY2/2025) and -3.8% (FY2/2026), purchase frequency -0.9% in FY2/2026, average price +2.5%. In H1 FY2/2027 teiki-bin sales were ¥12,184M (-2.6%; Q1 -5.0%) with total customers still down; existing-customer frequency fell while new-customer acquisition exceeded the prior year at higher advertising cost, and hiring above plan lifted personnel cost. Price/mix is holding; customers then frequency are falling; stabilization is not demonstrated and new-customer growth is cost-bought. Demand is habit-based repeat purchasing by women in their 30s–50s with no contract lock-in.
- 内部研究类型：CoreFranchiseErosion
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Fixed-like fulfilment, system and catalog costs are absorbed over a shrinking volume; real recovery requires customer-count growth, which is untested.
- 不确定性（原始记录）：No cohort, retention, CAC or cancellation data are public; the derived Q2 teiki-bin ≈ flat reading is rounding-sensitive; age band definitions (30s–50s vs 40–60) unreconciled.

在线打开本发现 →

F005｜06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空

写入正文：06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空；11｜最近的变数是后半年计划和运费上调

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34

- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- 3396 フェリシモ - IFIS 株予報 - 業績進ちょくと決算スケジュール (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php?action=tp1&bcode=3396&id=100&sa=report)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：12、14、16、35；同业比较：12、14、16；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2/2027 guidance: sales ¥30,265M (+3.7%), operating profit ¥237M (+10.4%), ordinary ¥327M (-30.2%), net ¥299M (-16.5%), DPS ¥25; ordinary/net exclude FX. It is back-end loaded: after H1, implied H2 sales are about ¥16,118M (+8.0% vs ¥14,924M) and H2 operating profit about ¥115M (vs ~¥13M last H2); implied H2 ordinary profit only ~¥65M since FX is excluded. FY2/2027 is positioned as the key execution year to make growth routine via teiki-bin strengthening and next-generation business.
- 内部研究类型：ForwardPlanTest
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Whether H2 can deliver +8% sales after an H1 of -0.8% is the nearest observable management-credibility test.
- 不确定性（原始记录）：Implied H2 figures are derived; the claim that Q2 teiki-bin was roughly flat is rounding-sensitive.

在线打开本发现 →

F006｜06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空

写入正文：06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空；07｜销售额指引三年落空，管理层的预测要打折

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29）(https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：23、26、28、30、31、33；同业比较：23、28、30、31、33、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん）(https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、純利益 31.6%増 - 日本経済新聞（FY2/2025 結果）(https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0501501X20C25A3000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；同业比较：34、35；其他用途：历史
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Revenue guidance has repeatedly missed: FY2/2024 plan ¥33,367M vs actual ¥29,607M; FY2/2025 ¥31,205M vs ¥29,449M; FY2/2026 ¥30,531M vs ¥29,179M; H1 FY2/2027 forecast cut 3.3% on 2026-10-01. Operating profit missed badly in FY2/2024 (plan +¥310M, actual -¥931M) and FY2/2025 (¥369M vs ¥70M) but beat in FY2/2026 (¥137M vs ¥215M) through cost levers, not revenue.
- 内部研究类型：ManagementTrackRecord
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Holders should haircut revenue guidance (roughly 4–6%) and treat the H2-weighted plan accordingly.
- 不确定性（原始记录）：Sample of three plan-versus-actual years; cause of optimism not established.

在线打开本发现 →

F007｜02｜费用几乎吃掉全部毛利，客户数的小变化会被放大成利润的大波动

写入正文：02｜费用几乎吃掉全部毛利，客户数的小变化会被放大成利润的大波动；06｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史

- フェリシモ、2024 年 2 月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：29；专项深挖：23、28、29、33；同业比较：23、28、29、33、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Gross margin ~54.7% against SG&A ~53.9% of sales leaves a ~0.7% operating margin; each 1% change in SG&A (~¥157M, derived) equals about 73% of FY2/2026 operating profit. In the downside, FY2/2024 saw a ~¥2.5bn sales decline flip operating profit by ~¥1.4bn. Catalog/DM/advertising, delivery, outsourced support and system depreciation make costs largely fixed-like or front-loaded.
- 内部研究类型：OperatingLeverageMechanism
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Small changes in retention or ad efficiency swing operating profit between loss and ~¥0.2bn, so the equity story cannot rest on the P&L.
- 不确定性（原始记录）：Fixed versus variable split of SG&A and shipping share are undisclosed; leverage figure is derived.

在线打开本发现 →

F008｜06｜2026 年 2 月期営业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

写入正文：06｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

研究范围：开放研究

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35

- 決算:フェリシモ 26 年 2 月期、3 割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- 2027 年２月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年７月７日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2/2026 operating profit tripled via four layers: (i) gross margin +0.8pt from planning-to-sales integration, larger per-order buys, hit items and a China→Bangladesh sourcing shift (planned ~1pt cost-rate gain); (ii) SG&A restraint in advertising/DM efficiency and catalog optimization, plus shipping cost that stayed low partly because customer count undershot plan; (iii) non-operating FX/interest; (iv) low implied tax. Profit quality is mixed: part structural, part a by-product of a smaller base. H1 FY2/2027 shows the reversal risk (gross profit +0.8%, operating profit -39% on acquisition advertising, personnel and system-related depreciation; Q1 SG&A +2.1%). Normalized operating margin looks like ~0.7–1%.
- 内部研究类型：ProfitQualityAdjudication
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Operating gains are cost-led and fragile; EPS overstates operating earning power.
- 不确定性（原始记录）：Magnitude of sourcing savings and hit-item contribution unquantified; shipping share of SG&A unknown.

在线打开本发现 →

F009｜06｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益

写入正文：06｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益；11｜下行路径：汇率回吐、人口老化、港塔重设、系统投入

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- (株)フェリシモ【3396】：決算情報 - Yahoo!ファイナンス（2026 年 2 月期 1Q 要約） (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：14；专项深挖：14、16、20；同业比较：14、16、20；其他用途：历史
- 来週のドル円相場はどうなる？11/23 週のイベント予定 2026 年 11 月 22 日 (https://www.gaitame.com/media/entry/2026/11/22/070000)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- ドル/円見通し：157 円台半ばで小動き｜日銀の利上げ示唆で一時 157 円割れ（2026 年 11 月 2 日） (https://www.oanda.jp/lab-education/market_news/report_usdjpy_20261102/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移） (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；专项深挖：12、15；同业比较：12、15；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Ordinary profit exceeded operating profit by ¥378M, ¥319M, ¥157M and ¥253M in FY2/2023–FY2/2026 and by ¥140M in H1 FY2/2027 (FX gains ~¥141M; last year's FX loss on foreign-currency deposits absent). The company holds foreign-currency time deposits (Q1 FY2/2026 FX loss, then large gains); the plan assumes no FX gains. USD/JPY was ~¥159.97 on 2026-11-19 with intervention risk near 160 and BOJ December hike expectations, so part of the gain could reverse; the same weak yen

raises import costs of goods produced in China/Asia. The H1 ordinary-profit growth is a non-operating effect, not operating improvement.
- 内部研究类型：NonOperatingEarningsLayer
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Roughly half of H1 ordinary/net profit is non-operating and FX-sensitive; the market (-1.2% on the upgrade) appears to discount it.
- 不确定性（原始记录）：Deposit size, currency, maturity, hedging and import-payment currency are undisclosed; realized vs unrealized split unknown.

在线打开本发现 →

F010｜06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力

写入正文：06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモの 2027 年 2 月期、純利益 16.5%減 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0599181X00C26A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：15、22、35；同业比较：15、22；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- 有価証券報告書（第 60 期 2024 年 3 月〜2025 年 2 月）株式会社フェリシモ (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100VULK.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；专项深挖：16、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Implied effective tax is ~13% in FY2/2026 (net ¥358M vs ordinary ¥468M less ¥56M special loss) and ~8% in the FY2/2027 plan (net ¥299M vs ordinary ¥327M). Recognized deferred tax assets were only ¥46M at Feb-2025 and no carryforward/valuation-allowance detail was retrieved, so the cause (loss carryforwards or other) is unexplained and normalization to ~30% is a risk.
- 内部研究类型：TaxEconomicIdentity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A low tax rate lifts EPS and ROE without being durable earning power; normalization would cut reported net profit.
- 不确定性（原始记录）：Tax note, carryforward balance/expiry and valuation allowance not retrieved; derived from net/ordinary relationships.

在线打开本发现 →

F011｜06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力

写入正文：06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力；09｜本轮不用市盈率和 EV/EBITDA 当锚，改用资产、现金流和正常化利润

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん）(https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出）(https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34；其他用途：反证
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース）(https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Four-year operating profit ¥440M, -¥931M, ¥70M, ¥215M (average ≈ -¥51M; ordinary average ≈ ¥225M). Research estimate of normalized net profit at ~30% tax and little FX is roughly ¥230–270M (EPS ≈ ¥32–38; ≈22–26x P/E at ¥835; ROE ~1.2–1.4%), far below the ~¥0.98bn needed for 5% ROE. Normalized operating earnings look closer to ¥0.2–0.3bn than to FY2/2023.
- 内部研究类型：NormalizedEarningsBridge
- 内部来源标记：COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Earnings alone do not justify book value; asset value and capital return do.
- 不确定性（原始记录）：Estimate, not company data; normalized tax and FX/interest split unverified.

在线打开本发现 →

F012｜06｜自由现金流比网站数字小得多，上半期经营现金流为负

写入正文：06｜自由现金流比网站数字小得多，上半期经营现金流为负；15｜哪些事实无法核实，对判断有什么限制

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、27；外部现实校验：32；反向验证：17
- フェリシモ(3396)の株価・財務分析 (https://www.kabutec.jp/company/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、20、22、27、32
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35；其他用途：反证
- (株)フェリシモ【3396】：決算情報 - Yahoo!ファイナンス（2026 年 2 月期 1Q 要約） (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：14；专项深挖：14、16、20；同业比较：14、16、20；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2/2026 operating CF ≈ ¥830M; investing CF +¥2,110M largely reflects deposit redemptions, so the aggregator FCF of ¥2.9bn is inflated. Capex conflicts across sources (¥130M kabutec vs ¥778M buffett-code; H1 FY2/2027 PP&E+intangible purchases ¥346M) against D&A ~¥0.85–0.87bn, so true FCF is a range (~¥0.05–0.7bn). H1 FY2/2027 operating CF was -¥358M (inventory +¥542M, payables -¥601M, receivables -¥488M). Logistics/procurement-system renewal is lifting depreciation; payback unquantified.
- 内部研究类型：CashConversionAndCapex
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Dividend (~¥178M) is covered by operating CF in a normal year; surplus cash derives from the accumulated balance, not annual FCF.
- 不确定性（原始记录）：Capex conflict unresolved (securities-report capex tables not read); full-year FY2/2027 OCF unknown.

在线打开本发现 →

F013｜06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过

写入正文：06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过；09｜安全边际只有一个压力样本，账面价值不等于价格底；14｜八个模块各得多少分，理由是什么

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、27；外部现实校验：32；反向验证：17
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：反证、历史
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、29、33；同业比较：17、18、19、21、25、29、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：No interest-bearing debt (fixed liabilities nil), equity ratio ~70% (72.1% Aug-2026), net assets ¥19,651M, cash & deposits ¥9,761M (Feb-2026), current liabilities ¥8,402M, PP&E ¥6,481M (HQ land ¥1,950M, buildings ~¥4,227M),

intangibles ¥1,572M, investments ¥2,653M; negative net interest-bearing debt (-¥9,381M on one aggregator). Cash fell from ¥16.7bn (Feb-2021) and ¥12.5bn (Feb-2022) to ¥9.06bn (Feb-2024) mainly via liability reduction (current liabilities ¥17.7bn→¥8.4bn) and a loss year, not shareholder returns, then stayed ¥8.7–9.8bn; the Aug-2026 ~¥8.94bn and H1 decline (cash equivalents -¥1,322M incl. ¥500M moved to time deposits) are largely seasonal (non-cash current assets peak in November, cash in February). Foreign-currency deposits exist.

- 内部研究类型：BalanceSheetResilience
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：No refinancing or dilution risk and strong liquidity; the discount is about access and durability, not solvency.
- 不确定性（原始记录）：Lease/pension/guarantee detail, restricted cash, deposit currency mix and maturities beyond three months not obtained.

在线打开本发现 →

F014｜06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过

写入正文：06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、15、19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Other current assets peak at November (~¥9.07bn) and trough at February (~¥7.59bn) while cash peaks at February; in H1 FY2/2027 Q1 liabilities fell ¥324M mainly on accounts payable (-¥247M), and H1 saw inventory build alongside payables unwinding. Inventory is owned own-planned goods with markdown risk; the H2 sales step-up must sell it through. Open Discovery and tanshin inventory/payable figures differ by line definition (+¥562M vs +¥542M; e-notes -¥660M vs payables -¥601M).
- 内部研究类型：WorkingCapitalDynamics
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Inventory write-downs would hit a 0.7% operating margin first and reduce the headroom of headline cash if seasonal peaks need ~¥1bn of liquidity.
- 不确定性（原始记录）：Inventory ageing, reserves, supplier payment terms, customer advances undisclosed.

在线打开本发现 →

F015｜09｜安全边际只有一个压力样本，账面价值不等于价格底

写入正文：09｜安全边际只有一个压力样本，账面价值不等于价格底

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、21、29、33；同业比较：17、18、19、21、25、29、33、35；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ、2024 年 2 月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)｜怎么使用：直接证据；反向验证：29；专项深挖：23、28、29、33；同业比较：23、28、29、33、35；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモの決算公告・子会社・関連会社情報（catr） (https://catr.jp/companies/fc3a0/47510)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：29、32、33；同业比较：29、32、33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Stress reference is FY2/2024: operating CF -¥877M, cash equivalents ¥10.1bn→¥7.7bn, cash & deposits -¥3.0bn (¥12.1bn→¥9.1bn); a repeat would still leave ¥6bn+ and dividends are covered by cash ~50 times. Self-repair was shown by closing subsidiary cd. and cutting costs. Book value per share could fall ¥150–400 in a bad year, comparable to a 20–50% price move at current levels.
- 内部研究类型：DownsideProtectionStress

- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Permanent loss risk is low in solvency terms but mark-to-market risk remains via slow cash erosion and plan misses; book value is not obviously a price floor if the market doubts access to cash.
- 不确定性（原始记录）：Single stress sample; true surplus cash after working-capital needs, restricted cash, deposit FX swings and inventory realizability untested.

在线打开本发现 →

F016｜09｜安全边际只有一个压力样本，账面价值不等于价格底

写入正文：09｜安全边际只有一个压力样本，账面价值不等于价格底；13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项；14｜哪些未解答案会让分数上调或下调；15｜哪些事实无法核实，对判断有什么限制

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、21、29、33；同业比较：17、18、19、21、25、29、33、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、純利益 31.6%増 - 日本経済新聞（FY2/2025 結果） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0501501X20C25A3000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21；同业比较：34、35；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、21、24
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Non-operating assets are mostly book values: owner-occupied HQ land/buildings (Stage Felissimo, land ¥1.95bn, buildings ~¥4.2bn), investments ¥2.65bn (down from ¥3.46bn at Feb-2024; FY2/2025 securities valuation loss ¥75M) and cash incl. foreign-currency deposits. Market value of real estate and securities, tax leakage and any intent to monetize are unknown; no disposals observed.
- 内部研究类型：HiddenAssetRealizability
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Low PBR is supported by cash more than real estate; asset value does not become a catalyst without capital return or monetization.

- 不确定性（原始记录）：Domain 21 remained UNKNOWN: securities-report market-value notes and real-estate comparables not obtained; DTA/NOL shield unknown.

在线打开本发现 →

F017｜09｜本轮不用市盈率和 EV/EBITDA 当锚，改用资产、现金流和正常化利润

写入正文：09｜本轮不用市盈率和 EV/EBITDA 当锚，改用资产、现金流和正常化利润；09｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值；14｜八个模块各得多少分，理由是什么

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：On 2026-11-19 the close was ¥835 (volume 2,200; 2026 range ¥819–900); issued shares 9,543,500, treasury 2,420,914, outstanding 7,122,586. Market cap on outstanding shares ≈ ¥5.95bn (PBR ≈ 0.30, BPS ≈ ¥2,763); aggregators using issued shares (¥8.0–8.2bn) overstate market cap by about a third and show PBR 0.30–0.41. Net current assets at Feb-2026 ≈ ¥8.9bn (≈1.5x market cap; cash alone ≈1.5–1.6x), EV negative, so the market values the operating business plus ~¥6.2bn land/buildings below zero. PER ≈ 16.6x on FY2/2026 EPS ¥50.38 but ≈20x on plan EPS ¥42; dividend yield ≈3.0%.

- 内部研究类型：ValuationBridge
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Provides balance-sheet margin of safety (~1.5x cover) but low expected return from the operating business; implies low confidence in cash access or franchise durability.
- 不确定性（原始记录）：No appraisal of real estate, no peer multiples or consensus; surplus vs required operating cash unresolved.

在线打开本发现 →

F018｜08｜折价由资本政策养成，十九年没有收敛

写入正文：08｜折价由资本政策养成，十九年没有收敛；09｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の PBR（株価純資産倍率）の推移（irbank） (https://irbank.net/3396/pbr)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The discount is long-standing: fiscal-year-end PBR 0.28–0.52x in 2020–2026 (0.31x at Feb-2026) and 0.25–0.86x since 2010; the company states the share price has not exceeded BPS since FY2/2007 and the gap has widened.
- 内部研究类型：StructuralDiscount
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The discount is structural, not cyclical; closing it requires ROE ≥ cost of equity or capital return that converts cash into per-share value.
- 不确定性（原始记录）：Why holders have tolerated the discount is not public.

在线打开本发现 →

F019｜06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力

写入正文：06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力；08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号；14｜八个模块各得多少分，理由是什么

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史

- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、26；同业比较：22；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2027 年 2 月期、純利益 16.5%減 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0599181X00C26A4000000/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15、22、35；同业比较：15、22；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2/2026 ROE was 1.84% (plan ~1.5%) against a company-stated CAPM cost of equity of 4.1% (beta ~0.45); management's target is ROE ≥5.0% 'raised step by step'. Reaching 5% on ¥19.65bn of net assets needs ≈¥0.98bn net profit, about 3.3x the FY2/2027 plan ¥299M. Derived operating ROIC on non-cash invested capital (~¥7.2bn) is ~2%. Only reducing idle capital (e.g., buyback; ¥300M profit on ~¥12bn equity ≈2.5%) or a margin step-change could narrow the gap; FX gains and low tax flatter current ROE.
- 内部研究类型：CapitalEfficiencyGap
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Value creation depends on shrinking idle capital or raising operating margin; the discount to book is consistent with ROE below cost of equity.
- 不确定性（原始记录）：ROIC is a Research derivation; operating-cash requirement (invested-capital perimeter) and management's numeric ROE path are unknown.

在线打开本发现 →

F020｜08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号

写入正文：08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号；09｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值；14｜八个模块各得多少分，理由是什么

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん）(https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、26；同业比较：22；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35
- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、30、33
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：DPS ¥15 (FY2/2023–FY2/2025), ¥20 (FY2/2026), ¥25 planned for FY2/2027 (~¥178M, ~59% of plan EPS ¥42, ~3.0% yield); ¥106M of dividends were paid in the FY2/2024 loss year; policy is progressive or maintained stable dividends for roughly

three years from April 2025 plus an ROE ≥5% target. On 2025-04-17 the board resolved to cancel 500,000 treasury shares (4.98% of issued) on 2025-05-29; 2,420,914 treasury shares (~25%) remain unchanged through Aug-2026 and no buyback, tender offer or privatization is evidenced. Treasury stock was carried at ¥2,862M for 2,920,914 shares (~¥980/share, derived, above today's ¥835). No equity issuance; stock compensation capped at 100,000 shares (~1.4%) from treasury. A buyback at ~0.3x PBR would be sharply accretive (each ¥1bn ≈ 17% of market cap), but turnover (~2k shares/day) would require a tender-type route.

- 内部研究类型：CapitalAllocationPolicy
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Dividend is a durable, cash-backed floor but the larger per-share lever (buyback/tender) is discretionary and unsignalled; retained cash earns below its cost.
- 不确定性（原始记录）：Post-April-2028 policy and any intent to buy back or tender are non-public.

在线打开本发现 →

F021｜Register (ex-treasury, Aug 2025): 目神山事務所 11.27%, 一般財団法人フェリシモ財団 8.42%, フェリシモ共創会 5.16%, 矢崎和彦 4.24%, 子守康範 3.68%, 星美佐 3.68%, 矢崎真理 2.52%; top-10 ≈ 49%. 目神山事務所's representative director is president 矢崎和彦, who also leads the Foundation (created 2020–21 with a third-party allotment of treasury shares); the two percentages are unchanged since at least 2021. A family/affiliate bloc of ~26.5% (confirmed family-linked holders) to ~31.6% (incl. 共創会, relationship unverified), plus 25% treasury shares and a retail-dominated float (~80% individuals; foreign ~2.5%) gives stable votes (~90% AGM approval) and removes the usual external route for closing a sub-BPS discount. Holder intent is not public.

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购；08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号；14｜八个模块各得多少分，理由是什么

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

还不能确定：Relationships and intentions of 共創会, 子守康範 and 星美佐 unknown; large-shareholding filings and shareholder agreements not read.

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23

- 目神山事務所によるフェリシモ株券に対する買付け: M&A ファイル (http://sugarwind-ma.seesaa.net/article/377681113.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24、33；同业比较：24、34；其他用途：历史
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、21、24
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Register (ex-treasury, Aug 2025): 目神山事務所 11.27%, 一般財団法人フェリシモ財団 8.42%, フェリシモ共創会 5.16%, 矢崎和彦 4.24%, 子守康範 3.68%, 星美佐 3.68%, 矢崎真理 2.52%; top-10 ≈ 49%. 目神山事務所's representative director is president 矢崎和彦, who also leads the Foundation (created 2020–21 with a third-party allotment of treasury shares); the two percentages are unchanged since at least 2021. A family/affiliate bloc of ~26.5% (confirmed family-linked holders) to ~31.6% (incl. 共創会, relationship unverified), plus 25% treasury shares and a retail-dominated float (~80% individuals; foreign ~2.5%) gives stable votes (~90% AGM approval) and removes the usual external route for closing a sub-BPS discount. Holder intent is not public.
- 内部研究类型：ControlStructure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Downside from forced dilution or hostile control change is small and upside from outside-driven re-rating is also small; a buyback would raise the bloc's own percentage.

在线打开本发现 →

F022｜On 2026-01-27 senior managing director 矢崎真理 (b.1982), eldest son of president 矢崎和彦 (b.1955, president since 1987), became additional representative director, creating a two-representative-director structure. The 2026-05-28 AGM re-elected all directors with ~90–91% approval and passed the surplus proposal with 91.26%; no shareholder proposals appeared. Insider directors received ¥163M (6 persons), 100% fixed (¥126–134M in prior years), with no performance-linked cash or stock amount in any year retrieved and no visible flex in the FY2/2024 loss year; a treasury-share performance-linked scheme exists (cap ¥500M claims / 100,000 shares, allocation decided by the president). Governance is stable but not shareholder-forcing: plan misses, pay and capital policy are largely self-regulated and the response to the discount has been an ROE target plus a rising dividend, not buybacks.

写入正文：07｜接班带来延续，现有证据看不出资本政策会变

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、30、33
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- 株式会社フェリシモ（3396）の役員情報 (https://j-lic.com/companies/3396/directors)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35
- 株式会社フェリシモ 役員報酬 breakdown（EDINET DB） (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23、35
- 3396 フェリシモ 役員報酬（irbank） (https://irbank.net/E03467/fee)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23、35
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：On 2026-01-27 senior managing director 矢崎真理 (b.1982), eldest son of president 矢崎和彦 (b.1955, president since 1987), became additional representative director, creating a two-representative-director structure. The 2026-05-28 AGM re-elected all directors with ~90–91% approval and passed the surplus proposal with 91.26%; no shareholder proposals appeared. Insider directors received ¥163M (6 persons), 100% fixed (¥126–134M in prior years), with no performance-linked cash or stock amount in any year retrieved and no visible flex in the FY2/2024 loss year; a treasury-share performance-linked scheme exists (cap ¥500M claims / 100,000 shares, allocation decided by the president). Governance is stable but not shareholder-forcing: plan misses, pay and capital policy are largely self-regulated and the response to the discount has been an ROE target plus a rising dividend, not buybacks.
- 内部研究类型：GovernanceBehavior
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Succession adds continuity rather than evident change; fixed pay of ~76% of FY2/2026 operating profit at the latest level is not tied to per-share outcomes.
- 不确定性（原始记录）：Whether succession changes capital policy and whether any performance-linked grant has ever been paid is unknown; 2026 governance report and related-party sections unread.

在线打开本发现 →

F023｜03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

写入正文：03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开；05｜港塔是难复制的位置，能否算护城河要看租约和授权条款

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35
- フェリシモ 2 年ぶり黒字 運営の神戸ポートタワー好調、来場者 31 年ぶり 50 万人超（神戸新聞 NEXT） (https://kobe-np.co.jp/news/economy/202504/0018847930.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；反向验证：35；同业比较：07；其他用途：历史
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモが展望施設を運営など 神戸ポートタワー、来春の再開館で - 神戸経済ニュース (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-13710.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；专项深挖：07

- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10月10日〜11月30日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07
- 決算:フェリシモ26年2月期、3割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史
- フェリシモが「神戸ポートタワー」を運営する狙いとは？ 「神戸をテーマパークのように楽しんでもらえる場所にしたい」（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/12127)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07、13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Felissimo operates Kobe Port Tower's observation floors, rooftop and entrance after being selected by open call (four bidders) by the Kobe Waterfront Development Organization (reported 2023-04-18); it reopened 2024-04-26, drew over 500,000 visitors in the first 274 days (first such year in 31 years), 648,667 in year one and 1 million on 2025-12-04 (~1y7m, about twice the pre-renewal pace). It boosted FY2/2025 profit, was cited as a FY2/2026 contributor and lifted consolidated gross margin (53.9% FY2/2025, 54.7% FY2/2026); gross margin reported at 92% in FY2/2025. Economics and durability are unverified: company says 15-year operator role, press expected a 5–15 year lease; rent/fees, renewal, termination, segment profit, capex payback, inbound-tourist dependence and character-licence terms (rotating collaborations such as Moomin autumn 2026) are not disclosed, and the 92% gross margin ignores fixed costs.
- 内部研究类型：SecondPillarCandidate
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A tender-won, hard-to-replicate position, but a lease or licence reset could transfer value to the owner or licensors; its net profit contribution is an unquantified leg of the recovery.
- 不确定性（原始记录）：Segment profit and contract terms are private; no reasonable current public path found.

在线打开本发现 →

F024｜03｜新业务占销售额11%左右，利润没披露，还谈不上第二支柱

写入正文：03｜新业务占销售额11%左右，利润没披露，还谈不上第二支柱

研究范围：开放研究＋35项覆盖检查

证据来源（7项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ、2026年2月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史

- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース）(https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上(https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- カタログ掲載｜バイヤーセレクトの通販｜フェリシモパートナーズ（公式）(https://www.felissimo.co.jp/partners/wk84273/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07、09；专项深挖：03、07、09
- フェリシモ(3396) の企業概要・業績・財務・IR 資料｜CREX 経済データプラットフォーム(https://www.crex-data.com/company/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：03
- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券）(https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：New domains (Felissimo Partners B2B marketplace, municipal child-rearing support, Port Tower, advertising) had sales of ~¥3.14bn (+19.6%) in FY2/2026; in H1 FY2/2027 new-business sales rose ~13% to ¥1.9bn (Q1 ¥936M, +32.0%). Teiki-bin remained ~89% of FY2/2026 sales. At ~11% of sales, new areas cannot offset a core shrinking ~3%; profit contribution is undisclosed, and Felissimo Partners sells third-party selected goods (~2,000 items) and listing/ad services at lower control than self-planned series, possibly net-presented.
- 内部研究类型：NewBusinessContribution
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Whether new areas are a genuine second earnings pillar or merely sales-additive is unresolved, so the franchise cannot yet justify a premium.
- 不确定性（原始记录）：Operating profit by new area, principal-versus-agent presentation and fee margins are unknown.

在线打开本发现 →

F025｜04｜通販市场在增长，增长没有落到这家公司头上

写入正文：04｜通販市场在増长，増长没有落到这家公司头上；05｜护城河证据不足：复购靠习惯，没有合同锁定，留存数据没有公开

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- 2025 年度通販・EC 市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会(https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、11、12、35；反向验证：09

- 2025 年度の通販・EC 市場は 15.4 兆円で 5.9%増。大手 EC モールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：09、12；同业比较：11；其他用途：历史
- ベルーナ 3 月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：08、11、35；其他用途：反证
- 千趣会の 2026 年度の売上高を 410 億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず〜命運握る「再生計画」の実行性（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移） (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；专项深挖：12、15；同业比较：12、15；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク） (https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08、10；反向验证：02、10；专项深挖：02、05、08、10
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JADMA FY2025 mail-order/EC market was ¥15,408.5bn (+5.9%, slowing from +7.3%), growth led by large EC malls and electronics retailers favoured by price-conscious consumers; Felissimo's ¥29.2bn is ~0.19% of that broad denominator while its sales fell 0.9%. H1 sales fell from ¥16,066M (Aug-2022) to ¥14,147M (Aug-2026), mostly share/customer-base erosion rather than a cyclical trough. Catalog-led peers are pressured: Senshukai cut FY12/2026 sales plan from ¥45.0bn to ¥41.0bn and moved to a ¥1.2bn operating-loss plan (H1 mail order -8.1%) after a fourth consecutive loss year (mail order -9.9% in FY2025); Belluna's apparel/goods mail-order segment fell 7.9% to ¥68.91bn with a ¥408M loss though the group grew 3.4%. Felissimo's small profit on -0.9% sales is relatively resilient but built on cost control and a lower fixed-cost base, not demonstrated customer growth, so it is not proof of a moat; switching costs are low and retention data are not public. Customer profile: women in their 30s–

50s with younger-cohort expansion via SNS/short video and the Couturier hand-craft brand.
- 内部研究类型：IndustryTransmission
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Market growth does not reach Felissimo; planned +3.7% needs share gains or new-area expansion against a market moving away from the format.
- 不确定性（原始记录）：No narrow-segment market data; only two peers examined; whether shrinkage is share loss or demographic attrition is unresolved.

在线打开本发现 →

F026｜11｜最近的变数是后半年计划和运费上调

写入正文：11｜最近的变数是后半年计划和运费上调

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 配送料の値上げとクレカ決済のルール変更：EC 関連ニュースまとめ【2026 年 7 月】(https://www.commercepick.com/archives/99256)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、13、35；专项深挖：12、13
- 佐川急便が平均 13%値上げなぜ？改定時期と送料や通販への影響まとめ｜たろ速 (https://tarosoku.jp/2026/10/02/sagawa-delivery-price-hike/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、13、16、35；专项深挖：12、13、16
- ゆうパックが平均 10%値上げ — 2026 年 10 月の運賃改定で EC 事業者が見直すべき送料設計と配送体験 (https://recustomer.me/blog/news-japan-post-shipping-rate-hike-2026)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：16、35；专项深挖：16
- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋） (https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、06；专项深挖：02、06
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Japan Post announced an average ~+10% on Yu-Pack from 2026-10-01 (Yu-Packet flat ¥360, Click Post ¥185→¥240) and Sagawa an average ~13.8% increase from 2027-01-01. Felissimo's carrier mix and contract rates are undisclosed so transmission is directional only; with SG&A ~54% of sales and catalog/delivery a high share of selling expense, shipping inflation competes with a ~0.7% margin during the H2 in which the plan needs the profit step-up.
- 内部研究类型：CostCycleRisk
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：An added hurdle to the back-end-loaded plan; pass-through ability is unknown.
- 不确定性（原始记录）：Share of shipping borne by customers, carrier mix and repricing ability unknown.

在线打开本发现 →

F027｜11｜下行路径：汇率回吐、人口老化、港塔重设、系统投入

写入正文：11｜下行路径：汇率回吐、人口老化、港塔重设、系统投入

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク）(https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08、10；反向验证：02、10；专项深挖：02、05、08、10
- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋）(https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、06；专项深挖：02、06
- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Company-stated risks: customers are mainly women in their 30s–50s, so consumer sentiment and the long-run falling birth rate matter; most sales run through the legacy teiki-bin model so a shift to web-linked ordering could change purchasing behaviour; competition from existing/new entrants; catalog and delivery costs are a high share of selling expense; dependence on domestic mail order; exposure to distance-selling, consumer-contract, labelling, product-liability, subcontract-payment and pharmaceutical-device laws.
- 内部研究类型：StatedBusinessRisks
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A shrinking, ageing core base is a slow structural drag that cost control cannot fully offset.
- 不确定性（原始记录）：Regulatory transmission into subscription economics not quantified.

在线打开本发现 →

F028｜05｜护城河证据不足：复购靠习惯，没有合同锁定，留存数据没有公开

写入正文：05｜护城河证据不足：复购靠习惯，没有合同锁定，留存数据没有公开；13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19

- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07
- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：No R&D expense or patents were found; technology appears as higher depreciation and SG&A from gift-delivery, logistics and procurement-system renewal and an advertising/retail-media platform. Management asserts payback in unit cost or retention but it is unquantified. Planning capability (co-creation, hit products) is a human-capital asset not shown in R&D figures. Technology is not shown to be a moat versus EC-mall platforms.
- 内部研究类型：UnresolvedTechnologyValue
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Rising depreciation (~¥0.87bn) against thin profit means system capex must pay back; unverified.
- 不确定性（原始记录）：Domain 04 stayed UNKNOWN; system capex, payback and retail-media revenue not retrieved.

在线打开本发现 →

F029｜03｜商品主要在亚洲生产，转向孟加拉国压低了成本，供应商集中度没有披露

写入正文：03｜商品主要在亚洲生产，转向孟加拉国压低了成本，供应商集中度没有披露；13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06
- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋） (https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；专项深挖：02、06
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史

- 決算:フェリシモ 26 年 2 月期、3 割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Goods are produced mainly in China and wider Asia with a shift from China to Bangladesh to lower cost of sales by about 1pt (realized gross-margin gain +0.8pt); outsourced customer support and logistics systems are material costs. Sourcing diversification lowers unit cost but adds Bangladesh capacity/compliance risk; import cost carries FX exposure and the yen-weakness FX gains suggest net foreign-currency assets whose nature (deposits, supplier prepayments) is unknown.
- 内部研究类型：SourcingDependency
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Margin gains from sourcing are real but may be given back through prices, FX, producing-country wage inflation or quality problems.
- 不确定性（原始记录）：Domain 06 UNKNOWN: supplier names, concentration, hedging policy and payment terms not found.

在线打开本发现 →

F030｜09｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面

写入正文：09｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面；13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転 6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16；外部现实校验：30、31；反向验证：30、31
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）の PBR（株価純資産倍率）の推移（irbank） (https://irbank.net/3396/pbr)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2025 年 2 月期、最終損益は 3 億 8500 万円の黒字 - 日本経済新聞（FY2/2024 決算報道） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0560973X20C24A3000000/)｜怎么使

用：直接证据；专项深挖：27、28、30、31、32、33；同业比较：27、28、30、31、32、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29）(https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)｜怎么使用：直接证据；反向验证：26；专项深挖：23、26、28、30、31、33；同业比较：23、28、30、31、33、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Reverse-valuation reading: at ¥835 the market prices operations and real estate below zero versus net current assets, implying low confidence in cash access or operating durability; the 2026-10-01 FX-driven upgrade drew only a -1.2% close (volume 16,600, the highest in the Aug–Oct window), PBR is near the bottom of its 0.25–0.86 range, plan PER ~20x, yield ~3.0%, with negligible institutional coverage and a retail float. Earnings surprises have muted effects; a good-news reaction function exists mainly for capital-return or governance news.
- 内部研究类型：MarketExpectationReading
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Operating prints are low-information for re-rating; expected return is dividend plus an uncertain discount-closing event.
- 不确定性（原始记录）：Domain 31 UNKNOWN: no consensus, brokerage coverage, margin/short-interest data; thin-float price reaction is a weak signal.

在线打开本发现 →

F031｜11｜日程内的业绩公布信息量低，资本回报决定才有杠杆

写入正文：11｜日程内的业绩公布信息量低，资本回报决定才有杠杆

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 株主・投資家のみなさまへ｜FELISSIMO COMPANY（IR カレンダー）(https://www.felissimo.co.jp/company/ir/ir_cy.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次）(https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33

- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転 6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)｜怎么使用：一手验证：16；外部现实校验：30、31；反向验证：30、31；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Dated catalysts: Q3 FY2/2027 results on 2027-01-08, FY2/2027 results around April 2027 and the AGM in May 2027; the progressive-dividend/ROE-target window runs to about April 2028. The larger per-share levers (buyback, tender, capital-return policy, verified customer-count recovery) are discretionary and no signal of them exists. FX moves (yen reversal, BOJ December hike) are two-way ordinary-profit swings since the plan excludes FX.
- 内部研究类型：CatalystSchedule
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Scheduled operating prints appear low-information for re-rating; discretionary capital-return decisions carry the leverage.
- 不确定性（原始记录）：Probability and timing of capital-return actions or Port Tower news unknown.

在线打开本发现 →

F032｜10｜现价在已检索历史的最低区域，比 2021 年高点低 56%左右

写入正文：10｜现价在已检索历史的最低区域，比 2021 年高点低 56%左右；10｜下跌一波比一波浅，三次回踩落在同一条价格带里；10｜低位区间缩量窄幅，没有出现更高的回踩终点，上方压力很厚；10｜判断：下跌明显放缓但还在磨底，后面看三件事，没走到的话先等；15｜数据截至 2026 年 11 月 19 日收盘，研究日为 2026 年 11 月 22 日，依据哪些资料

研究范围：开放研究

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）— 2026 年 6-7 月スナップショット (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34、35

- 【フェリシモ】（3396） 過去 10 年間の株価推移（日本経済新聞） (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；同业比较：12、34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の月間株価（月足）｜時系列データ｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=mon)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：34、35；同业比较：34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株価｜週次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=shin&page=10)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】株価｜日次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&margin_balances=1&ashi=day)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次） (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ<3396（トレーダーズ・ウェブ） (https://www.traders.co.jp/stocks/62_3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Claim-level reading carried from Technical Research (low-medium confidence, aggregator-only data): annual highs fell from ¥1,919 (2021) to 1,409, 1,049, 970, 958 and ¥900 (2026 YTD); annual lows ¥811 (Dec-2024), ¥815 (Jul-2025), ¥819 (May-2026); 2026 range ~10% is the narrowest of the retrieved decade, volume very thin (typically 1–7k shares), price ¥835 is ~2% above the ¥819 floor and ~7% below ¥900. Price has stopped falling through the floor but shows no retained higher level and has not capitalized improving profits; a close below ~¥811 would break the floor and re-rating would first need a close above ~¥900. This node only mirrors the claim; the independent Technical truth remains solely in the protected Technical structure.
- 内部研究类型：PriceStructureClaimMirror
- 内部来源标记：TECHNICAL / OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Price has not confirmed the fundamental improvement; no evidence yet that the sub-BPS gap is closing through price action.
- 不确定性（原始记录）：Aggregator data only; no computed MA/MACD; this mirror must not be read as a re-statement or override of the protected Technical State.

在线打开本发现 →

F033｜01｜0.30 倍市净率说明不了便宜，这笔现金能不能到股东手里才是问题

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜0.30 倍市净率说明不了便宜，这笔现金能不能到股东手里才是问题；14｜总分 48.52/100，C 级：资产扎实，经营、治理和资本配置拖分；14｜哪些未解答案会让分数上调或下调

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（15 项；重复标签已按来源合并）

- 2027年2月期 第2四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026年10月6日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの2026年2月期、売上微減も営業利益は約3倍の約2.1億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11月19日終値835円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモの連結売上は微減の294億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- 2027年2月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026年7月7日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモ、2026年2月期は減収も大幅増益 2027年2月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、35
- フェリシモ（3396）、2期連続の増益を達成 2027年2月期の配当予想は25円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモの3～8月期、純利益7％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证

- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Felissimo's equity value rests on the balance sheet rather than the franchise: a debt-free, cash-rich position (net current assets ≈1.5x market cap at 0.30x PBR) offers downside cushioning and a ~3% yield, but the operating business has a shrinking customer base, a ~0.7% operating margin, ROE (1.8%) below the 4.1% cost of equity, FX- and tax-flattered earnings and a back-end-loaded plan. With a family-controlled register and no observed buyback signal, closing the discount depends on discretionary capital-return action or demonstrated customer-count recovery; value-trap risk is real if cash erodes through payables/inventory cycles or loss years. Confidence ~0.55 (moderate); expected return = dividend plus an uncertain discount-closing event; headline EPS (¥50 FY2/2026, ¥42 plan) overstates normalized ¥32–38.
- 内部研究类型：InvestmentThesis
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Margin of safety is balance-sheet-based and conditional on management behaviour; each ¥1bn buyback would retire ~17% of market cap but none is signalled.
- 不确定性（原始记录）：Counter-evidence (new-customer acquisition above prior year, Port Tower visitors, FX-driven upside, Belluna group growth) is real but each item is cost-bought, non-operating or lacks disclosed profit.

在线打开本发现 →

F034｜01｜三个方向都能改写这个判断，最近的检验在 2027 年 1 月 8 日

写入正文：01｜三个方向都能改写这个判断，最近的检验在 2027 年 1 月 8 日；11｜日程内的业绩公布信息量低，资本回报决定才有杠杆

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（14 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史

- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- 2027 年２月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年７月７日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、35
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The thesis weakens if cumulative customers and teiki-bin sales stabilize without ad-cost escalation and if segment disclosure shows Port Tower/Partners earning real operating profit (franchise becomes the value driver); it is invalidated as a safety thesis if cash falls materially (loss year, inventory write-down, payables unwind) while ROE stays below cost of equity; and the discount closes if a buyback, tender or numeric capital-return plan is announced. Dated tests: Q3 FY2/2027 (2027-01-08: customer KPIs, H2 +8% step-up, shipping cost, balance sheet), FY2/2027 results April 2027 (sales ¥30.3bn, operating ¥237M, dividend ¥25), any TDnet capital-policy notice, and price windows in Jan/Apr-2027 relative to ~811 and ~900.
- 内部研究类型：FalsificationConditions
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Specifies what would convert the stalemate into either a franchise recovery, a value trap, or a re-rating.

- 不确定性（原始记录）：Event timing for discretionary actions is unknown.

在线打开本发现 →

F035｜05｜长期因素、强弱项和最坏情形

写入正文：05｜长期因素、强弱项和最坏情形；11｜下行路径：汇率回吐、人口老化、港塔重设、系统投入

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（17 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- 2025 年度通販・EC 市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会 (https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、12、35；反向验证：09
- 2025 年度の通販・EC 市場は 15.4 兆円で 5.9%増。大手 EC モールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム）

(https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：09、12；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会の 2026 年度の売上高を 410 億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム）(https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず〜命運握る「再生計画」の実行性（通販通信）(https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式）(https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10 月 10 日〜11 月 30 日開催決定（PR TIMES）(https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Slow variables: teiki-bin customer base and frequency (eroding two years), a ~0.7% operating-margin cost structure with very high leverage, a debt-free balance sheet that moves slowly, a family/foundation-controlled register with 25% treasury shares and sub-BPS trading since FY2/2007, and ROE (~1.8%, normalized ~1.2–1.4%) below the 4.1% cost of equity. Strengths: no financing/dilution risk, cash that survived a loss year, own-planned goods at 54.7% gross margin, demonstrated cost-repair (cd. closure, sourcing, ad/DM efficiency), a tender-won Port Tower position, policy-committed dividend. Weaknesses: shrinking, ageing base with low switching costs and unpublished retention, thin margin dependent on ad efficiency/shipping/hits, weak revenue-guidance credibility, FX/interest and low-tax earnings, no demonstrated technology differentiator, governance that is stable but not forcing. Dependencies: acquisition channels, parcel carriers (Japan Post, Sagawa), Asian sourcing and FX, foreign-currency deposits, Kobe Waterfront Development Organization and licensor terms, discretion of the controlling bloc. Self-repair: cost levers, subsidiary closure, cash buffer, new-business diversification (~11% of sales), ROE target and three-year dividend pledge — repairing profit but not customer growth. Possible irreversible breaks: further customer/frequency decline repeating an FY2/2024-type loss with ~¥3bn cash erosion, inventory write-down on a 0.7% margin, a Port Tower lease/licence reset, yen reversal with tax normalization, long-run demographic decline.

The floor is intact; value realization needs discretionary capital return or verified customer recovery.
- 内部研究类型：StructuralDurabilityUnderstanding
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Frames the equity as a balance-sheet floor with an eroding franchise rather than a durable earner.
- 不确定性（原始记录）：Moderate-confidence integration built largely from company filings, aggregators and trade press.

在线打开本发现 →

F036｜13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项

写入正文：13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项；15｜哪些事实无法核实，对判断有什么限制

研究范围：开放研究

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ(3396)の株価・財務分析 (https://www.kabutec.jp/company/?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、20、22、27、32
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Consolidated unresolved items: (1) source and direction of FX exposure and share of recurring ordinary profit from FX/interest; (2) true surplus cash vs working-capital needs (payment terms, seasonality, customer advances, restricted cash, deposits beyond 3 months); (3) inventory composition and write-down risk after the H1 build; (4) Port Tower segment profit, contract terms and downside; (5) tax-loss carryforward/DTA status; (6) capex and maintenance needs vs D&A; (7) market value of HQ real estate and securities; (8) whether management/family intend buyback, cancellation, tender or privatization and holders' attitudes; (9) cohort economics (retention, CAC, repeat frequency); (10) supplier concentration and import hedging; (11) full Technical life history (monthly OHLC, MA/MACD, half-lives); (12) whether the ¥25 dividend is sustainable in a weak-profit year (needs ordinary profit ex-FX ≥ ~¥178M).
- 内部研究类型：ResearchDebtInventory
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Each unresolved item can move surplus cash, normalized earnings or capital-return odds and therefore qualifies thesis confidence.
- 不确定性（原始记录）：These are the items for which no reasonable current public path was found within the research budget; several (capex, tax, FX deposits) sit in the FY2/2026 securities report.

在线打开本发现 →

F037｜神戸ウォーターフロント開発機構 (Kobe Waterfront Development Organization): owner-side counterparty that selected Felissimo by open call and forms a coordination council with the operators; sets the lease/fee terms that are undisclosed.

写入正文：03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

归并到：F056

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモが展望施設を運営など 神戸ポートタワー、来春の再開館で - 神戸経済ニュース (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-13710.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07；专项深挖：07
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10 月 10 日～11 月 30 日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：神戸ウォーターフロント開発機構 (Kobe Waterfront Development Organization): owner-side counterparty that selected Felissimo by open call and forms a coordination council with the operators; sets the lease/fee terms that are undisclosed.
- 内部研究类型：CounterpartyEntity
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A lease or fee reset could transfer Port Tower value to the owner.
- 不确定性（原始记录）：Term (15 years vs 5–15), renewal and fee conditions unconfirmed.

在线打开本发现 →

F038｜03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

写入正文：03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

归并到：F057

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10 月 10 日〜11 月 30 日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07
- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Character/idol licensors (e.g., Moomin collaboration, autumn 2026) supply content for Port Tower collaboration events and goods; visitor draw depends on rotating licensed collaborations.
- 内部研究类型：CounterpartyEntity
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Licensors hold bargaining power over Port Tower economics.
- 不确定性（原始记录）：Licence terms and costs undisclosed.

在线打开本发现 →

F039｜千趣会 (Senshukai, 8165): closest catalog/EC peer, four straight operating-loss years and repeated plan cuts, mail order -8.1% in H1 2026.

写入正文：04｜同业千趣会连亏四年，Belluna 的服饰邮购也在亏损

归并到：F058

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 千趣会の 2026 年度の売上高を 410 億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム）(https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず～命運握る「再生計画」の実行性（通販通信）(https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：千趣会 (Senshukai, 8165): closest catalog/EC peer, four straight operating-loss years and repeated plan cuts, mail order -8.1% in H1 2026.
- 内部研究类型：CompetitorEntity
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Even a restructured peer has not found stable profit in catalog fashion mail order.
- 不确定性（原始记录）：Peer customer overlap and counts not examined.

在线打开本发现 →

F040｜04｜同业千趣会连亏四年，Belluna 的服饰邮购也在亏损

写入正文：04｜同业千趣会连亏四年，Belluna 的服饰邮购也在亏损

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- ベルーナ 3 月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信）(https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：08、11、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：ベルーナ (Belluna): larger profitable multi-category mail-order group (sales ¥218.0bn, operating profit ¥16.4bn) whose apparel/goods mail-order segment still shrinks (-7.9%) with a ¥408M loss.
- 内部研究类型：CompetitorEntity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Supports a weak fashion mail-order profit pool.
- 不确定性（原始记录）：Single fiscal year; group growth driven by other segments.

在线打开本发现 →

F041｜株式会社目神山事務所: largest holder (11.27% ex-treasury), family company of president 矢崎和彦 (representative director), bought Felissimo shares in 2013 (~8% reported on 2013-10-17); the 2013-10 month saw a 10.5% fall on 293k shares then six months of closes at 992–1,005 (mechanism not established).

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24
- 目神山事務所によるフェリシモ株券に対する買付け: M&A ファイル (http://sugarwind-ma.seesaa.net/article/377681113.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：24、33；同业比较：24、34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：株式会社目神山事務所: largest holder (11.27% ex-treasury), family company of president 矢崎和彦 (representative director), bought Felissimo shares in 2013 (~8% reported on 2013-10-17); the 2013-10 month saw a 10.5% fall on 293k shares then six months of closes at 992–1,005 (mechanism not established).
- 内部研究类型：CapitalHolderEntity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Core of the stable bloc that shields against hostile pressure and outside discount-closing pressure.
- 不确定性（原始记录）：Intent regarding tender or privatization unknown.

在线打开本发现 →

F042｜一般財団法人フェリシモ財団: second-largest holder (8.42% ex-treasury, 600,000 shares), created 2020–21 via third-party allotment of treasury shares; the president is representative director.

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：一般財団法人フェリシモ財団: second-largest holder (8.42% ex-treasury, 600,000 shares), created 2020–21 via third-party allotment of treasury shares; the president is representative director.
- 内部研究类型：CapitalHolderEntity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Treasury shares placed with a president-led foundation reinforce stable holding and the absence of an external capital-return catalyst.
- 不确定性（原始记录）：Whether remaining treasury shares may be re-allotted to stable holders is unknown.

在线打开本发现 →

F043｜フェリシモ共創会: holder of ~5.2% ex-treasury (4.00% on Kabutan's issued-share basis); counted in the ~31.6% bloc estimate but its relationship to the family is not verified.

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购；08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号；14｜八个模块各得多少分，理由是什么

归并到：F021

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：フェリシモ共創会: holder of ~5.2% ex-treasury (4.00% on Kabutan's issued-share basis); counted in the ~31.6% bloc estimate but its relationship to the family is not verified.
- 内部研究类型：CapitalHolderEntity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY
- 普通股东含义（原始记录）：Affects whether the stable bloc is ~26.5% or ~31.6%.
- 不确定性（原始记录）：Relationship and intent unverified.

在线打开本发现 →

F044｜03｜新业务占销售额 11%左右，利润没披露，还谈不上第二支柱

写入正文：03｜新业务占销售额 11%左右，利润没披露，还谈不上第二支柱

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券）(https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07

- カタログ掲載｜バイヤーセレクトの通販｜フェリシモパートナーズ（公式） (https://www.felissimo.co.jp/partners/wk84273/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、07、09；专项深挖：03、07、09

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Zen-Noh (joint 'Jun-no' farm-direct project) and JR West (2018 cross-border/domestic EC alliance): minor partnerships with no economic content disclosed or current contribution evidenced.
- 内部研究类型：MinorPartnershipSet
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Not thesis-bearing on current evidence.
- 不确定性（原始记录）：No contribution or terms disclosed.

在线打开本发现 →

F045｜08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号

写入正文：08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号；13｜控股方会不会宣布回购或公开收购，把近 90 亿日元现金变成每股价值

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 1): will the controlling bloc or management announce any buyback, tender offer, large special distribution or numeric mid-term capital plan that converts the ~¥9bn cash pile into per-share value, or will capital policy remain limited to the ¥25 dividend and ≥5% ROE target through the ~April 2028 pledge window? Resolving evidence: TDnet capital-policy notices, April 2027 capital-cost update or mid-term plan, EDINET large-shareholding reports.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：The opposite answer decides whether the 0.30x PBR discount closes; largest per-share lever.
- 不确定性（原始记录）：Intent is non-public.

在线打开本发现 →

F046｜03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降

写入正文：03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降；13｜客户止跌了吗，客户减少是份额流失还是人口老化

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、05、15
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 2): is the teiki-bin customer base stabilizing; will the Q3 FY2/2027 (2027-01-08) KPI table show cumulative customers and frequency no longer falling, and are H1 new-customer gains profitable after the higher advertising cost? Resolving evidence: Q3 tanshin KPIs, cohort/LTV disclosure.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Customer recovery would make the franchise rather than the balance sheet the value driver.
- 不确定性（原始记录）：No public cohort data.

在线打开本发现 →

F047｜06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空

写入正文：06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空；13｜后半年计划能否兑现，运费能转嫁多少

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、35
- 3396 フェリシモ - IFIS 株予報 - 業績進ちょくと決算スケジュール (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php?action=tp1&bcode=3396&id=100&sa=report)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：12、14、16、35；同业比较：12、14、16；其他用途：历史
- 配送料の値上げとクレカ決済のルール変更：EC 関連ニュースまとめ【2026 年 7 月】 (https://www.commercepick.com/archives/99256)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、13、35；专项深挖：12、13
- 佐川急便が平均 13%値上げなぜ？改定時期と送料や通販への影響まとめ｜たろ速 (https://tarosoku.jp/2026/10/02/sagawa-delivery-price-hike/)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、13、16、35；专项深挖：12、13、16
- ゆうパックが平均 10%値上げ — 2026 年 10 月の運賃改定で EC 事業者が見直すべき送料設計と配送体験 (https://recustomer.me/blog/news-japan-post-shipping-rate-hike-2026)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：16、35；专项深挖：16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 3): can Felissimo deliver the back-end-loaded FY2/2027 plan (H2 sales ~+8%, operating profit ~¥115M) while Japan Post (+~10%) and Sagawa (+~13.8%) raise parcel costs, and what share of shipping cost can be passed on? Resolving evidence: Q3 tanshin shipping-cost commentary, SG&A breakdown, any postage revision notice.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Decides whether plan credibility improves or repeats the sales-miss pattern.
- 不确定性（原始记录）：Carrier mix and pass-through unknown.

在线打开本发现 →

F048｜03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

写入正文：03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开；13｜港塔和共创伙伴的利润与合同条款

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10 月 10 日～11 月 30 日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07

- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35
- フェリシモが「神戸ポートタワー」を運営する狙いとは？ 「神戸をテーマパークのように楽しんでもらえる場所にしたい」（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/12127)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 4): what are the operating profit and contract terms (rent/fees, 15 vs 5–15 years, renewal, termination, character-licence cost) of Kobe Port Tower and Felissimo Partners, i.e. real second earnings pillar or only sales-additive? Resolving evidence: securities-report new-business/segment notes, Kobe Waterfront Development Organization disclosures.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Determines whether a ¥3bn+ new area supports normalized profit.
- 不确定性（原始记录）：Contract terms are private.

在线打开本发现 →

F049｜06｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益

写入正文：06｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益；13｜外币存款有多大，低税率什么时候回到正常

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- 来週のドル円相場はどうなる？11/23 週のイベント予定 2026 年 11 月 22 日 (https://www.gaitame.com/media/entry/2026/11/22/070000)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- ドル/円見通し：157 円台半ばで小動き｜日銀の利上げ示唆で一時 157 円割れ（2026 年 11 月 2 日） (https://www.oanda.jp/lab-education/market_news/report_usdjpy_20261102/)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 5): how large, in what currency and under what hedging policy are the foreign-currency time deposits, and how much ordinary profit reverses if the yen strengthens (BOJ December hike, intervention near ¥160) while a

weak yen has raised import costs? Resolving evidence: securities-report financial-instruments note, Q3 non-operating breakdown.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Sizes the non-operating cushion that flatters reported profit.
- 不确定性（原始记录）：Size, currency and maturities undisclosed.

在线打开本发现 →

F050｜06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力

写入正文：06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力；13｜外币存款有多大，低税率什么时候回到正常

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモの 2027 年 2 月期、純利益 16.5%減 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0599181X00C26A4000000/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15、22、35；同业比较：15、22；其他用途：历史
- 有価証券報告書（第 60 期 2024 年 3 月～2025 年 2 月）株式会社フェリシモ (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100VULK.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16；专项深挖：16、35
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 6): what explains the low implied effective tax rate (~13% FY2/2026, ~8% plan): tax-loss carryforwards, valuation allowance or other items, and when does it normalize? Resolving evidence: securities-report tax-effect note.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Tax normalization would cut reported net profit and EPS.
- 不确定性（原始记录）：Carryforward balance and expiry unknown.

在线打开本发现 →

F051｜Open question (priority 7): what is true annual capex versus D&A (¥130M vs ¥778M conflict), the payback of logistics/procurement-system renewal, true FCF, and how much of the ¥9bn cash is operationally required versus surplus? Resolving evidence: securities-report 設備の状況 and cash-flow statement, Q3 balance sheet.

写入正文：06｜自由现金流比网站数字小得多，上半期经营现金流为负；13｜真实的资本开支和可分配的盈余现金有多少

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- フェリシモ(3396)の株価・財務分析 (https://www.kabutec.jp/company/?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、20、22、27、32
- (株)フェリシモ【3396】：決算情報 - Yahoo!ファイナンス（2026 年 2 月期 1Q 要約） (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials)｜怎么使用：直接证据；反向验证：14；专项深挖：14、16、20；同业比较：14、16、20；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 7): what is true annual capex versus D&A (¥130M vs ¥778M conflict), the payback of logistics/procurement-system renewal, true FCF, and how much of the ¥9bn cash is operationally required versus surplus? Resolving evidence: securities-report 設備の状況 and cash-flow statement, Q3 balance sheet.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Governs ROIC, FCF and the real size of cash available to shareholders.
- 不确定性（原始记录）：Source conflict unresolved.

在线打开本发现 →

F052｜Open question (priority 8): does the 2026-01-27 succession change capital allocation, pay (insider pay 100% fixed, ¥163M) or plan-credibility behaviour, and what are the intentions and relationships of 共創会, 子守康範 and 星美佐? Resolving evidence: 2026 CG report, large-shareholding reports, AGM Q&A.

写入正文：07｜接班带来延续，现有证据看不出资本政策会变；13｜接班是否改变资本配置，其他股东怎么想

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：23、30、33
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、23
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35
- 株式会社フェリシモ 役員報酬 breakdown（EDINET DB） (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 8): does the 2026-01-27 succession change capital allocation, pay (insider pay 100% fixed, ¥163M) or plan-credibility behaviour, and what are the intentions and relationships of 共創会, 子守康範 and 星美佐? Resolving evidence: 2026 CG report, large-shareholding reports, AGM Q&A.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Governance change could be the catalyst or the continuation of passivity.
- 不确定性（原始记录）：Non-public.

在线打开本发现 →

F053｜10｜判断：下跌明显放缓但还在磨底，后面看三件事，没走到的话先等

写入正文：10｜判断：下跌明显放缓但还在磨底，后面看三件事，没走到的话先等；13｜价格能不能守住 811 至 819 日元，并出现更高的回踩终点

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- 【フェリシモ】（3396） 過去 10 年間の株価推移（日本経済新聞） (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；同业比较：12、34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ【3396】の月間株価（月足）｜時系列データ｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=mon)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：34、35；同业比较：34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次） (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ【3396】株価｜週次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=shin&page=10)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】株価｜日次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&margin_balances=1&ashi=day)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）— 2026 年 6-7 月スナップショット (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ<3396（トレーダーズ・ウェブ） (https://www.traders.co.jp/stocks/62_3396/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 9): will the monthly price hold the ~811–819 floor through the Jan-2027 and Apr-2027 quarter-turn windows and form a higher pullback end or a close above ~900, or will a close below ~811 not be reclaimed and void the exhaustion reading? Resolving evidence: future monthly closes and full OHLCV series. This is a pointer to the open Technical question; the Technical truth is held in the protected structure.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：Price confirmation or failure would show whether the market begins to credit the fundamentals.
- 不确定性（原始记录）：Future price behaviour.

在线打开本发现 →

F054｜04｜通販市场在增长，增长没有落到这家公司头上

写入正文：04｜通販市场在增长，增长没有落到这家公司头上；13｜客户止跌了吗，客户减少是份额流失还是人口老化

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 2025 年度通販・EC 市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会 (https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、12、35；反向验证：09
- 2025 年度の通販・EC 市場は 15.4 兆円で 5.9%増。大手 EC モールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：09、12；同业比较：11；其他用途：历史
- ベルーナ 3 月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：08、11、35
- 千趣会の 2026 年度の売上高を 410 億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず～命運握る「再生計画」の実行性（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 10): is customer shrinkage share loss to scale platforms and substitutes or demographic attrition of the 30s–50s female base, given only two peers and no narrow-segment market data were examined? Resolving evidence: segment market sizing for catalog/subscription fashion, peer customer KPIs, customer-age mix over time.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Share loss may be addressable; demographic attrition is structural.
- 不确定性（原始记录）：No customer-level switching data.

在线打开本发现 →

F055｜13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项

写入正文：13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史

- フェリシモが「神戸ポートタワー」を運営する狙いとは？ 「神戸をテーマパークのように楽しんでもらえる場所にしたい」（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/12127)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13
- 配送料の値上げとクレカ決済のルール変更：EC 関連ニュースまとめ【2026 年 7 月】 (https://www.commercepick.com/archives/99256)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、13、35；专项深挖：12、13
- 佐川急便が平均 13%値上げなぜ？改定時期と送料や通販への影響まとめ｜たろ速 (https://tarosoku.jp/2026/10/02/sagawa-delivery-price-hike/)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、13、16、35；专项深挖：12、13、16

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Open question (priority 11): does any regulatory item (specified commercial transactions/repeat-purchase rules, Port Tower concession terms, TSE capital-cost follow-up for Standard-market PBR laggards) transmit materially into subscription economics or capital policy? The regulation domain was left UNKNOWN: logistics tariffs were reviewed but they are carrier pricing, not regulation. Resolving evidence: Consumer Affairs Agency guidance on regular purchases, concession tender documents, TSE follow-up lists.
- 内部研究类型：ResearchDebt
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A regulatory or concession change could impair the Port Tower leg or subscription economics; no direction is assigned absent evidence.
- 不确定性（原始记录）：UNKNOWN is not evidence of absence.

在线打开本发现 →

F056｜03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

写入正文：03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモが展望施設を運営など 神戸ポートタワー、来春の再開館で - 神戸経済ニュース (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-13710.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07；专项深挖：07
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10 月 10 日～11 月 30 日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Felissimo is the selected operator/tenant of the Port Tower observation facility; the organization is the owner-side counterparty and coordinates with the operators. Thesis impact: a tender-won second-pillar candidate whose rent, term and renewal are undisclosed, so a lease reset could transfer value to the owner.
- 内部研究类型：PARTNER
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F057｜03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

写入正文：03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10 月 10 日～11 月 30 日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07
- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Licensors supply characters/content for Port Tower collaboration events and goods. Thesis impact: visitor draw relies on rotating licensed collaborations with undisclosed terms, giving licensors bargaining power.
- 内部研究类型：PARTNER
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F058｜04｜同业千趣会连亏四年，Belluna 的服饰邮购也在亏损

写入正文：04｜同业千趣会连亏四年，Belluna 的服饰邮购也在亏损

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- 千趣会の 2026 年度の売上高を 410 億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず～命運握る「再生計画」の実行性（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Senshukai is the closest catalog/EC peer; four straight operating-loss years and repeated guidance cuts show catalog-led fashion mail order is structurally pressured, so Felissimo's relative resilience is not proof of a moat.
- 内部研究类型：COMPETITOR
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F059｜04｜同业千趣会连亏四年，Belluna 的服饰邮购也在亏损

写入正文：04｜同业千趣会连亏四年，Belluna 的服饰邮购也在亏损

归并到：F040

研究范围：开放研究

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- ベルーナ 3 月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信）(https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：08、11、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Belluna is a larger multi-category mail-order peer; the group is profitable and growing but its apparel/goods segment still shrinks (-7.9%) and loses money, supporting the weak fashion mail-order profit pool.
- 内部研究类型：COMPETITOR
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F060｜04｜通贩市场在增长，增长没有落到这家公司头上

写入正文：04｜通贩市场在增长，增长没有落到这家公司头上；05｜护城河证据不足：复购靠习惯，没有合同锁定，留存数据没有公开

归并到：F025

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 2025 年度通販・EC 市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会 (https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、12、35；反向验证：09
- 2025 年度の通販・EC 市場は 15.4 兆円で 5.9%増。大手 EC モールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム）(https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：09、12；同业比较：11；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接证据；一手验证：

06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Felissimo sells into the broader JADMA mail-order/EC market whose growth is led by large EC malls and electronics retailers; market growth (+5.9%) does not transmit to Felissimo (sales -0.9%), and planned +3.7% growth requires share gains or new-area expansion.
- 内部研究类型：END_MARKET
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F061｜07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

归并到：F041

研究范围：开放研究

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24
- 目神山事務所によるフェリシモ株券に対する買付け: M&A ファイル (http://sugarwind-ma.seesaa.net/article/377681113.html)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：24、33；同业比较：24、34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Largest holder (11.27% ex-treasury) whose representative director is the president and which bought shares in 2013; core of the stable family/affiliate bloc that protects against hostile pressure but removes an external route for closing the discount.
- 内部研究类型：CAPITAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F062｜07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

归并到：F042

研究范围：开放研究

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、23

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Second-largest holder (8.42% ex-treasury), created 2020–21 with a third-party allotment of treasury shares and led by the president; reinforces stable holding and the absence of an external capital-return catalyst.
- 内部研究类型：CAPITAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F063｜07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购；08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号；14｜八个模块各得多少分，理由是什么

归并到：F021

研究范围：开放研究

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Holder of about 5.2% ex-treasury, counted in the stable bloc estimate; its relationship to the family is not verified.
- 内部研究类型：CAPITAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F064｜03｜商品主要在亚洲生产，转向孟加拉国压低了成本，供应商集中度没有披露

写入正文：03｜商品主要在亚洲生产，转向孟加拉国压低了成本，供应商集中度没有披露；13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项

归并到：F029

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- 決算:フェリシモ 26 年 2 月期、3 割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Goods are produced mainly in China and wider Asia with a shift toward Bangladesh to lower cost of sales. Thesis impact: supports the gross-margin gain, but supplier concentration, payment terms and hedging are undisclosed and import costs carry FX exposure.
- 内部研究类型：SUPPLIER
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F065｜03｜新业务占销售额 11%左右，利润没披露，还谈不上第二支柱

写入正文：03｜新业务占销售额 11%左右，利润没披露，还谈不上第二支柱

归并到：F044

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07
- カタログ掲載｜バイヤーセレクトの通販｜フェリシモパートナーズ（公式） (https://www.felissimo.co.jp/partners/wk84273/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、07、09；专项深挖：03、07、09

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Zen-Noh joint 'Jun-no' farm-direct project: minor new-business partnership with no economic content disclosed.
- 内部研究类型：PARTNER
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F066｜03｜新业务占销售额 11%左右，利润没披露，还谈不上第二支柱

写入正文：03｜新业务占销售额 11%左右，利润没披露，还谈不上第二支柱

归并到：F044

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券）(https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JR West 2018 alliance on cross-border and domestic EC: listed in company history only; no current economic contribution evidenced.
- 内部研究类型：PARTNER
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F067｜06｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益

写入正文：06｜上半期营业利润下降 39%，经常利润增长来自汇兑收益；11｜下行路径：汇率回吐、人口老化、港塔重设、系统投入

归并到：F009

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- 来週のドル円相場はどうなる？11/23 週のイベント予定 2026 年 11 月 22 日 (https://www.gaitame.com/media/entry/2026/11/22/070000)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- ドル/円見通し：157 円台半ばで小動き｜日銀の利上げ示唆で一時 157 円割れ（2026 年 11 月 2 日） (https://www.oanda.jp/lab-education/market_news/report_usdjpy_20261102/)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- (株)フェリシモ【3396】：決算情報 - Yahoo!ファイナンス（2026 年 2 月期 1Q 要約）(https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials)｜怎么使用：直接证据；反向验证：14；专项深挖：14、16、20；同业比较：14、16、20；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Yen level and BOJ rate path drive FX gains/losses on foreign-currency deposits and import costs; FX gains lifted H1 ordinary profit and a yen reversal or BOJ December hike could reverse part of it while the plan assumes zero FX.
- 内部研究类型：POLICY
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F068｜03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降

写入正文：03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降；06｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

归并到：F084

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ、2024 年 2 月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：29；专项深挖：23、28、29、33；同业比较：23、28、29、33、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：支持证据；一手验证：04、05、15

- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Declining customers and frequency are absorbed by fixed-like fulfilment, system and catalog costs, so small volume or ad-efficiency changes translate into large operating-profit swings (FY2/2024 downside).
- 内部研究类型：AMPLIFIED_BY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F069｜03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降

写入正文：03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降；06｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

归并到：F084

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ、2024 年 2 月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)｜怎么使用：支持证据；反向验证：29；专项深挖：23、28、29、33；同业比较：23、28、29、33、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23、25、26、27、28、

29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、15、16、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：High operating leverage means the cost-led FY2/2026 recovery (partly a smaller base lowering shipping) can reverse quickly, as the H1 FY2/2027 operating-profit decline despite higher gross profit shows.
- 内部研究类型：CONDITIONS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F070｜06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力

写入正文：06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力；09｜本轮不用市盈率和 EV/EBITDA 当锚，改用资产、现金流和正常化利润

归并到：F086

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（12 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第２四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34

- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：支持证据；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移） (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)｜怎么使用：支持证据；一手验证：12；专项深挖：12、15；同业比较：12、15；其他用途：历史
- フェリシモの 2027 年 2 月期、純利益 16.5%減 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0599181X00C26A4000000/)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：15、22、35；同业比较：15、22；其他用途：历史
- 有価証券報告書（第 60 期 2024 年 3 月～2025 年 2 月）株式会社フェリシモ (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100VULK.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：16；专项深挖：16、35
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34；其他用途：反证
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Recurring but FX-sensitive non-operating income and a low implied tax rate lift reported ordinary/net profit above normalized earning power (¥230–270M).
- 内部研究类型：FLATTERS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F071｜06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力

写入正文：06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力；09｜本轮不用市盈率和 EV/EBITDA 当锚，改用资产、现金流和正常化利润

归并到：F086

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、26；同业比较：22；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］ | 株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验

证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史

- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、15、16、35
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34；其他用途：反证
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Normalized net profit of ~¥230–270M against ~¥0.98bn needed for 5% ROE means operations alone cannot close the gap to cost of equity.
- 内部研究类型：CONSTRAINS
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F072｜06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过

写入正文：06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过；09｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值

归并到：F087

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史

- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17、27；外部现实校验：32；反向验证：17
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Net current assets (~1.5x market cap) give a balance-sheet floor, while the market prices operations below zero because access to cash and franchise durability are doubted.
- 内部研究类型：SUPPORTS_FLOOR
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F073｜07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购；08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号；09｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值

归并到：F088

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23

- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- 目神山事務所によるフェリシモ株券に対する買付け: M&A ファイル (http://sugarwind-ma.seesaa.net/article/377681113.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24、33；同业比较：24、34；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：23、30、33
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35
- 株式会社フェリシモ 役員報酬 breakdown（EDINET DB） (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23；专项深挖：23、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：A cohesive bloc, 25% treasury shares and a retail float leave no external force compelling buybacks; capital policy remains a rising dividend and an ROE target.
- 内部研究类型：PERMITS_PASSIVITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F074｜07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购；08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号；09｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值

归并到：F088

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の PBR（株価純資産倍率）の推移（irbank） (https://irbank.net/3396/pbr)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史

- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：支持证据；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)｜怎么使用：支持证据；一手验证：22、26；同业比较：22；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：支持证据；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：支持证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：24、35
- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：23、30、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Absent buybacks or tenders, idle cash earns below its cost of equity and the sub-BPS discount since FY2/2007 persists.
- 内部研究类型：EXPLAINS
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F075｜06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空

写入正文：06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空；11｜最近的变数是后半年计划和运费上调

归并到：F085

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- 配送料の値上げとクレカ決済のルール変更：EC 関連ニュースまとめ【2026 年 7 月】 (https://www.commercepick.com/archives/99256)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、13、35；专项深挖：12、13
- 佐川急便が平均 13%値上げなぜ？改定時期と送料や通販への影響まとめ｜たろ速 (https://tarosoku.jp/2026/10/02/sagawa-delivery-price-hike/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、13、16、35；专项深挖：12、13、16

- ゆうパックが平均 10%値上げ — 2026 年 10 月の運賃改定で EC 事業者が見直すべき送料設計と配送体験 (https://recustomer.me/blog/news-japan-post-shipping-rate-hike-2026)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：16、35；专项深挖：16
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- 3396 フェリシモ - IFIS 株予報 - 業績進ちょくと決算スケジュール (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php?action=tp1&bcode=3396&id=100&sa=report)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：12、14、16、35；同业比较：12、14、16；其他用途：历史
- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋） (https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、06；专项深挖：02、06
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Parcel tariff increases arrive in the H2 in which the plan needs sales +8% and operating profit ~¥115M, sitting directly on a ~0.7% margin.
- 内部研究类型：HEADWIND_TO
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F076｜06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空

写入正文：06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空；11｜最近的变数是后半年计划和运费上调

归并到：F085

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（9 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29） (https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：23、26、28、30、31、33；同业比较：23、28、30、31、33、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、

28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん）(https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、純利益 31.6%増 - 日本経済新聞（FY2/2025 結果）(https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0501501X20C25A3000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；同业比较：34、35；其他用途：历史
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ）(https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：02、15、16、35
- 3396 フェリシモ - IFIS 株予報 - 業績進ちょくと決算スケジュール (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php?action=tp1&bcode=3396&id=100&sa=report)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：12、14、16、35；同业比较：12、14、16；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Consecutive revenue misses (~11%, 5.6%, 4.4%, H1 cut 3.3%) lower confidence in the H2-weighted FY2/2027 plan.
- 内部研究类型：QUALIFIES
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F077｜04｜通贩市场在增长，增长没有落到这家公司头上

写入正文：04｜通贩市场在增长，增长没有落到这家公司头上；05｜护城河证据不足：复购靠习惯，没有合同锁定，留存数据没有公开

归并到：F089

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- 2025 年度通販・EC 市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会 (https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、11、12、35；反向验证：09
- 2025 年度の通販・EC 市場は 15.4 兆円で 5.9%増。大手 EC モールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム）

(https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：09、12；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会の 2026 年度の売上高を 410 億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム）(https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず〜命運握る「再生計画」の実行性（通販通信）(https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移）(https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；专项深挖：12、15；同业比较：12、15；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- ベルーナ 3 月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信）(https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：08、11、35；其他用途：反证
- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク）(https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)｜怎么使用：支持证据；一手验证：05、08、10；反向验证：02、10；专项深挖：02、05、08、10
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より）(https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Scale/price platforms capture market growth while catalog-led niches shrink, so market growth does not transmit to the teiki-bin base.
- 内部研究类型：STRUCTURAL_PRESSURE_ON
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F078｜03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

写入正文：03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开；11｜下行路径：汇率回吐、人口老化、港塔重设、系统投入

归并到：F091

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（14 项；重复标签已按来源合并）

- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35
- 決算:フェリシモ 26 年 2 月期、3 割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ 2 年ぶり黒字 運営の神戸ポートタワー好調、来場者 31 年ぶり 50 万人超（神戸新聞 NEXT） (https://kobe-np.co.jp/news/economy/202504/0018847930.shtml)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：07；反向验证：35；同业比较：07；其他用途：历史
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモが展望施設を運営など 神戸ポートタワー、来春の再開館で - 神戸経済ニュース (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-13710.html)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：07；专项深挖：07
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：支持证据；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：04、15、19
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：支持证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- カタログ掲載｜バイヤーセレクトの通販｜フェリシモパートナーズ（公式） (https://www.felissimo.co.jp/partners/wk84273/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03、07、09；专项深挖：03、07、09
- フェリシモ(3396) の企業概要・業績・財務・IR 資料｜CREX 経済データプラットフォーム (https://www.crex-data.com/company/3396)｜怎么使用：支持证据；一手验证：03；专项深挖：03
- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Port Tower is the most visible new-area contributor to sales and gross margin, but its profit share within the ~11% new-business sales is undisclosed.

- 内部研究类型：CONTRIBUTES_TO
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F079｜07｜接班带来延续，现有证据看不出资本政策会变

写入正文：07｜接班带来延续，现有证据看不出资本政策会变；08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号

研究范围：开放研究

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、30、33
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- 株式会社フェリシモ（3396）の役員情報 (https://j-lic.com/companies/3396/directors)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35
- 株式会社フェリシモ 役員報酬 breakdown（EDINET DB） (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23；专项深挖：23、35
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：24、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Succession could mean continuity or a reset of capital policy; no evidence yet shows either.
- 内部研究类型：POSSIBLE_CATALYST_FOR
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY

在线打开本发现 →

F080｜06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过

写入正文：06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过；09｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值

归并到：F087

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、29、33；同业比较：17、18、19、21、25、29、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：支持证据；一手验证：17、27；外部现实校验：32；反向验证：17
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：支持证据；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：反证、历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Zero debt and a seasonal-but-stable cash balance give solvency protection; the FY2/2024 loss year is the stress reference.
- 内部研究类型：UNDERPINS
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F081｜09｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面

写入正文：09｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面；10｜消息发布之后：好消息没有留住，坏消息守在底线上方

归并到：F090

研究范围：开放研究

证据来源（15 项；重复标签已按来源合并）

- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- 株主・投資家のみなさまへ｜FELISSIMO COMPANY（IR カレンダー） (https://www.felissimo.co.jp/company/ir/ir_cy.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次） (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：支持证据；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：支持证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転 6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)｜怎么使用：一手验证：16；外部现实校验：30、31；反向验证：30、31；其他用途：反证
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：支持证据；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）— 2026 年 6-7 月スナップショット (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34、35
- 【フェリシモ】（3396） 過去 10 年間の株価推移（日本経済新聞） (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=3396)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；同业比较：12、34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の月間株価（月足）｜時系列データ｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=mon)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：34、35；同业比较：34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株価｜週次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=shin&page=10)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】株価｜日次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&margin_balances=1&ashi=day)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34

- フェリシモ<3396（トレーダーズ・ウェブ） (https://www.traders.co.jp/stocks/62_3396/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Cross-lane relation outside the protected Technical source: the public fundamental events and scheduled catalysts (profit recovery, dividend raise, the FX-driven upgrade, Jan/Apr-2027 prints) are context for, but never a cause or correction of, the independent Technical State. Fundamental positivity does not rewrite the non-confirming Technical State; Price–Fundamental Timing is read only from the protected structure.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_CONTEXT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F082｜09｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面

写入正文：09｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面；10｜消息发布之后：好消息没有留住，坏消息守在底线上方

归并到：F090

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（19 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）— 2026 年 6-7 月スナップショット (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34、35
- 【フェリシモ】（3396） 過去 10 年間の株価推移（日本経済新聞） (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=3396)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；同业比较：12、34；其他用途：历史

- フェリシモ【3396】の月間株価（月足）｜時系列データ｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=mon)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：34、35；同业比较：34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株価｜週次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=shin&page=10)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】株価｜日次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&margin_balances=1&ashi=day)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次） (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ<3396（トレーダーズ・ウェブ） (https://www.traders.co.jp/stocks/62_3396/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：支持证据；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：支持证据；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：24、35
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：支持证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The balance-sheet-floor thesis is a fundamental judgment that the Technical State neither confirms nor refutes; the price windows in the Technical structure and the fundamental falsifiers (Q3, April 2027, capital-return notices) are separate evidence streams to be read together without altering either.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_CONTEXT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL

在线打开本发现 →

F083｜02｜长期看，这是现金厚、利润薄、核心在收缩、控股方被动的公司

写入正文：02｜长期看，这是现金厚、利润薄、核心在收缩、控股方被动的公司；05｜长期因素、强弱项和最坏情形

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（58 项；重复标签已按来源合并）

- ABOUT FELISSIMO｜FELISSIMO COMPANY（公式英語会社概要） (https://www.felissimo.co.jp/company/about/english/about_english_cy.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、21、24
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- 株式会社フェリシモの決算公告・子会社・関連会社情報（catr） (https://catr.jp/companies/fc3a0/47510)｜怎么使用：支持证据；专项深挖：29、32、33；同业比较：29、32、33；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2027 年２月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年７月７日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接 /

支持；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史

- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク） (https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08、10；反向验证：02、10；专项深挖：02、05、08、10
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ、2024 年 2 月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：29；专项深挖：23、28、29、33；同业比较：23、28、29、33、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、27；外部现实校验：32；反向验证：17
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：反证、历史
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、29、33；同业比较：17、18、19、21、25、29、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35
- 目神山事務所によるフェリシモ株券に対する買付け: M&A ファイル (http://sugarwind-ma.seesaa.net/article/377681113.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24、33；同业比较：24、34；其他用途：历史

- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- 臨時報告書 2026年5月28日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23
- 有価証券報告書 第59期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024年5月30日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025年4月24日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35
- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか1年7ヵ月で来場者数100万人を達成！リニューアル以前の約2倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35
- フェリシモ 2年ぶり黒字 運営の神戸ポートタワー好調、来場者31年ぶり50万人超（神戸新聞NEXT） (https://kobe-np.co.jp/news/economy/202504/0018847930.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；反向验证：35；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモが展望施設を運営など 神戸ポートタワー、来春の再開館で - 神戸経済ニュース (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-13710.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；专项深挖：07
- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10月10日〜11月30日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07
- 決算:フェリシモ 26年2月期、3割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史
- フェリシモが「神戸ポートタワー」を運営する狙いとは？ 「神戸をテーマパークのように楽しんでもらえる場所にしたい」（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/12127)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07、13
- フェリシモ、2027年2月期1Q決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- カタログ掲載｜バイヤーセレクトの通販｜フェリシモパートナーズ（公式） (https://www.felissimo.co.jp/partners/wk84273/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07、09；专项深挖：03、07、09

- フェリシモ(3396) の企業概要・業績・財務・IR 資料｜CREX 経済データプラットフォーム (https://www.crex-data.com/company/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：03
- 2025 年度通販・EC 市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会 (https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、11、12、35；反向验证：09
- 2025 年度の通販・EC 市場は 15.4 兆円で 5.9%増。大手 EC モールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：09、12；同业比较：11；其他用途：历史
- ベルーナ 3 月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：08、11、35；其他用途：反证
- 千趣会の 2026 年度の売上高を 410 億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず～命運握る「再生計画」の実行性（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移） (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；专项深挖：12、15；同业比较：12、15；其他用途：历史
- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、26；同业比较：22；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33；其他用途：反证
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2027 年 2 月期、純利益 16.5%減 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0599181X00C26A4000000/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15、22、35；同业比较：15、22；其他用途：历史
- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞 NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、30、33
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31

- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06
- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋） (https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；专项深挖：02、06
- 株式会社フェリシモ 役員報酬 breakdown（EDINET DB） (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：支持证据；一手验证：23；专项深挖：23、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable Business Portrait: cash-rich, thin-margin catalog subscription business with an eroding core and a passive controlling bloc｜Felissimo sells themed monthly self-planned goods via catalog/web to habit-based women customers at 54.7% gross margin, but SG&A (~53.9%) absorbs almost all of it. The durable asset is a debt-free balance sheet (~70% equity ratio, net current assets ~1.5x market cap), not a growing franchise: customers have shrunk two years running in a market whose growth goes to scale platforms, margin recoveries are cost-led, and the controlling family/foundation bloc plus treasury shares leave capital return discretionary. Port Tower and Partners (~11% of sales) are an unquantified second-pillar candidate. Current change (H1 FX-driven ordinary profit, back-end-loaded plan) is overlaid on this foundation rather than replacing it.
- 内部研究类型：DurableBusinessPortrait
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Downside is cushioned by liquidity; upside depends on franchise recovery or discretionary capital return, neither yet evidenced.
- 不确定性（原始记录）：Retention economics, Port Tower profit and holder intent remain undisclosed.

在线打开本发现 →

F084｜03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降

写入正文：03｜定期便占销售额 89%，客户基数连续两年下降；06｜2026 年 2 月期营业利润翻了三倍，改善里带着客户基数缩小的副产品

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（27 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34

- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク） (https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、08、10；反向验证：02、10；专项深挖：02、05、08、10
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ、2024 年 2 月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：29；专项深挖：23、28、29、33；同业比较：23、28、29、33、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- 決算:フェリシモ 26 年 2 月期、3 割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史

- フェリシモの 2025 年 2 月期、最終損益は 3 億 8500 万円の黒字 - 日本経済新聞（FY2/2024 決算報道） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0560973X20C24A3000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：27、28、30、31、32、33；同业比较：27、28、30、31、32、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29） (https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：23、26、28、30、31、33；同业比较：23、28、30、31、33、35；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモの決算公告・子会社・関連会社情報（catr） (https://catr.jp/companies/fc3a0/47510)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：29、32、33；同业比较：29、32、33；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、29、33；同业比较：17、18、19、21、25、29、33、35；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、27；外部现实校验：32；反向验证：17
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：反证、历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Customers → operating leverage → profit → cash｜The teiki-bin base fell 4.4% then 3.8%; with SG&A ≈ gross profit each 1% SG&A swing is ~73% of operating profit. FY2/2024 showed the downside (sales -7.9%, operating loss ¥931M, cash & deposits -¥3.0bn); the FY2/2026 recovery was largely cost-led (sourcing, ad/DM efficiency, a smaller base lowering shipping), so profit rests on cost control, not customer growth.
- 内部研究类型：CausalChain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Profit and cash swing with retention and ad efficiency while the balance sheet absorbs the volatility.
- 不确定性（原始记录）：Fixed/variable SG&A split and cohort economics unknown.

在线打开本发现 →

F085｜06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空

写入正文：06｜2027 年 2 月期计划压在后半年，销售额指引已经连续落空；11｜最近的变数是后半年计划和运费上调

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（25 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転 6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；外部现实校验：30、31；反向验证：30、31
- 2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史

- 3396 フェリシモ - IFIS 株予報 - 業績進ちょくと決算スケジュール (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php?action=tp1&bcode=3396&id=100&sa=report)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：12、14、16、35；同业比较：12、14、16；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29） (https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：26；专项深挖：23、26、28、30、31、33；同业比较：23、28、30、31、33、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、純利益 31.6%増 - 日本経済新聞（FY2/2025 結果） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0501501X20C25A3000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：21；同业比较：34、35；其他用途：历史
- 配送料の値上げとクレカ決済のルール変更：EC 関連ニュースまとめ【2026 年 7 月】 (https://www.commercepick.com/archives/99256)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、13、35；专项深挖：12、13
- 佐川急便が平均 13%値上げなぜ？改定時期と送料や通販への影響まとめ｜たろ速 (https://tarosoku.jp/2026/10/02/sagawa-delivery-price-hike/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：12、13、16、35；专项深挖：12、13、16
- ゆうパックが平均 10%値上げ — 2026 年 10 月の運賃改定で EC 事業者が見直すべき送料設計と配送体験 (https://recustomer.me/blog/news-japan-post-shipping-rate-hike-2026)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：16、35；专项深挖：16
- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋） (https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、06；专项深挖：02、06
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク） (https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、08、10；反向验证：02、10；专项深挖：02、05、08、10
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史

- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、15、19

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Revenue quality, H1 reversal and back-end-loaded plan against shipping cost ｜H1 FY2/2027 gross profit +0.8% but operating profit -39% as acquisition advertising, hiring and system depreciation rose, so new-customer growth is cost-bought. Combined with an implied H2 sales +8%, a record of missed sales guidance (FY2/2024–26 and the H1 cut) and Japan Post/Sagawa tariff increases on a ~0.7% margin, the plan is back-end loaded and fragile; H2 also needs inventory sell-through.
- 内部研究类型：CausalChain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Revenue guidance deserves a ~4–6% haircut; another miss would repeat the pattern.
- 不确定性（原始记录）：Carrier mix, pass-through and inventory ageing unknown.

在线打开本发现 →

F086｜06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力

写入正文：06｜税率偏低、汇兑抬高，报表每股收益高估了持续盈利能力；09｜本轮不用市盈率和 EV/EBITDA 当锚，改用资产、现金流和正常化利润

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（25 项；重复标签已按来源合并）

- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史
- (株)フェリシモ【3396】：決算情報 - Yahoo!ファイナンス（2026 年 2 月期 1Q 要約） (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：14；专项深挖：14、16、20；同业比较：14、16、20；其他用途：历史
- 来週のドル円相場はどうなる？11/23 週のイベント予定 2026 年 11 月 22 日 (https://www.gaitame.com/media/entry/2026/11/22/070000)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- ドル/円見通し：157 円台半ばで小動き｜日銀の利上げ示唆で一時 157 円割れ（2026 年 11 月 2 日） (https://www.oanda.jp/lab-education/market_news/report_usdjpy_20261102/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34；其他用途：反证
- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：

直接 / 支持；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移） (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；专项深挖：12、15；同业比较：12、15；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモの 2027 年 2 月期、純利益 16.5%減 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0599181X00C26A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：15、22、35；同业比较：15、22；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- 有価証券報告書（第 60 期 2024 年 3 月～2025 年 2 月）株式会社フェリシモ (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100VULK.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；专项深挖：16、35
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：反证、历史
- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、26；同业比较：22；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33

- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋） (https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；专项深挖：02、06
- 決算:フェリシモ 26 年 2 月期、3 割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Non-operating layer → reported profit → ROE and valuation｜FX/interest on foreign-currency and yen deposits added ¥157–378M a year (¥253M in FY2/2026, ¥140M in H1 FY2/2027), exceeding operating profit, while implied tax is only ~8–13%. Headline EPS and ROE are flattered; normalized net profit ~¥230–270M is far below the ~¥0.98bn needed for 5% ROE. The same yen weakness that creates FX gains raises import cost, and a yen reversal or BOJ hike could reverse part of the gain with the plan assuming none.
- 内部研究类型：CausalChain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Reported EPS overstates durable earning power; the market appears to discount it.
- 不确定性（原始记录）：Deposit size/currency/hedging and tax-note detail are unknown.

在线打开本发现 →

F087｜06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过

写入正文：06｜无借款，现金近 98 亿日元，但缓冲有季节性，也被占用过；09｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（25 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、27；外部现实校验：32；反向验证：17

- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：反证、历史
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、29、33；同业比较：17、18、19、21、25、29、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- フェリシモ、2024 年 2 月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)｜怎么使用：直接证据；反向验证：29；专项深挖：23、28、29、33；同业比较：23、28、29、33、35；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモの決算公告・子会社・関連会社情報（catr） (https://catr.jp/companies/fc3a0/47510)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：29、32、33；同业比较：29、32、33；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史

- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33；其他用途：反证
- フェリシモ（3396）の PBR（株価純資産倍率）の推移（irbank） (https://irbank.net/3396/pbr)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、純利益 31.6%増 - 日本経済新聞（FY2/2025 結果） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0501501X20C25A3000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21；同业比较：34、35；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、21、24
- 2027 年２月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年７月７日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：04、15、19
- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)｜怎么使用：支持证据；一手验证：22、26；同业比较：22；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：支持证据；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：24、35
- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞 NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：23、30、33

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Balance sheet → downside protection → valuation discount｜No debt, net current assets ~1.5x market cap and dividend cash cover many times give strong solvency protection, but cash fell from ¥16.7bn to ~¥9bn via liability reduction and a loss year rather than shareholder returns, and the market prices operations and property below zero. The discount reflects access and durability doubts, not solvency.
- 内部研究类型：CausalChain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A margin of safety exists on paper, but it is conditional on cash being accessible to ordinary holders.
- 不确定性（原始记录）：Surplus vs operating cash and real-estate realizable value unresolved.

在线打开本发现 →

F088｜07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购

写入正文：07｜家族与财团合计三成上下，加上 25%库存股，外部没有力量逼回购；08｜分红有现金托底，真正的杠杆是回购，但没有任何信号；09｜市值要按流通股算，网站口径高估约三分之一，市场在把经营业务和地产定为负值

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（20 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- 目神山事務所によるフェリシモ株券に対する買付け: M&A ファイル (http://sugarwind-ma.seesaa.net/article/377681113.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24、33；同业比较：24、34；其他用途：历史
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、21、24
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35
- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞 NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、30、33
- 株式会社フェリシモ（3396）の役員情報 (https://j-lic.com/companies/3396/directors)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24
- 株式会社フェリシモ 役員報酬 breakdown（EDINET DB） (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23、35
- 3396 フェリシモ 役員報酬（irbank） (https://irbank.net/E03467/fee)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23、35
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史

- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、26；同业比较：22；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）の PBR（株価純資産倍率）の推移（irbank） (https://irbank.net/3396/pbr)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：支持证据；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Ownership and governance → capital policy → discount persistence｜A family/foundation/affiliate bloc (~26–32% of outstanding), 25% treasury shares, a retail float and ~90% AGM approvals mean no external force compels buybacks; the foundation was seeded with treasury shares and the president chairs it; insider pay is fixed; the response to the discount (sub-BPS since FY2/2007) has been an ROE target and a rising dividend. The largest per-share lever (each ¥1bn buyback ≈17% of market cap) remains discretionary, and succession to the son adds continuity rather than change.
- 内部研究类型：CausalChain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The discount cannot be closed by outsiders; value capture depends on the bloc's preferences.
- 不确定性（原始记录）：Holder intent and succession effects are non-public.

在线打开本发现 →

F089｜04｜通販市场在增长，增长没有落到这家公司头上

写入正文：04｜通販市场在增长，增长没有落到这家公司头上；05｜护城河证据不足：复购靠习惯，没有合同锁定，留存数据没有公开

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（26 项；重复标签已按来源合并）

- 2025 年度通販・EC 市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会 (https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、11、12、35；反向验证：09
- 2025 年度の通販・EC 市場は 15.4 兆円で 5.9%増。大手 EC モールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム）

(https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：09、12；同业比较：11；其他用途：历史
- ベルーナ 3 月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：08、11、35；其他用途：反证
- 千趣会の 2026 年度の売上高を 410 億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず〜命運握る「再生計画」の実行性（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移） (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；专项深挖：12、15；同业比较：12、15；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク） (https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08、10；反向验证：02、10；专项深挖：02、05、08、10
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモの３〜８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- カタログ掲載｜バイヤーセレクトの通販｜フェリシモパートナーズ（公式） (https://www.felissimo.co.jp/partners/wk84273/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07、09；专项深挖：03、07、09
- フェリシモ(3396) の企業概要・業績・財務・IR 資料｜CREX 経済データプラットフォーム (https://www.crex-data.com/company/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：03

- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2027 年 2 月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35
- 決算:フェリシモ 26 年 2 月期、3 割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史
- フェリシモ 2 年ぶり黒字 運営の神戸ポートタワー好調、来場者 31 年ぶり 50 万人超（神戸新聞 NEXT） (https://kobe-np.co.jp/news/economy/202504/0018847930.shtml)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：07；反向验证：35；同业比较：07；其他用途：历史
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：支持证据；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモが展望施設を運営など 神戸ポートタワー、来春の再開館で - 神戸経済ニュース (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-13710.html)｜怎么使用：支持证据；外部现实校验：07；专项深挖：07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Market and peer structure → growth transmission｜JADMA market grew 5.9% led by malls and electronics while Senshukai (four loss years) and Belluna's apparel segment shrink, so market growth does not reach catalog-led fashion niches; Felissimo's relative resilience comes from a lower fixed-cost base and cost levers. The ~11% new-business share cannot offset a ~89% core shrinking ~3% and has undisclosed profit, so the franchise does not yet justify a premium.
- 内部研究类型：CausalChain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Growth must come from share gain or new areas against a structural headwind.

- 不确定性（原始记录）：Narrow-segment share and customer overlap unknown.

在线打开本发现 →

F090｜09｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面

写入正文：09｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面；10｜消息发布之后：好消息没有留住，坏消息守在底线上方

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（30 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）— 2026 年 6-7 月スナップショット (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34、35
- 【フェリシモ】（3396） 過去 10 年間の株価推移（日本経済新聞） (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；同业比较：12、34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の月間株価（月足）｜時系列データ｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=mon)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：34、35；同业比较：34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株価｜週次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=shin&page=10)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】株価｜日次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&margin_balances=1&ashi=day)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次） (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ<3396（トレーダーズ・ウェブ） (https://www.traders.co.jp/stocks/62_3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34
- 株主・投資家のみなさまへ｜FELISSIMO COMPANY（IR カレンダー） (https://www.felissimo.co.jp/company/ir/ir_cy.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23

- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転 6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：16；外部现实校验：30、31；反向验证：30、31；其他用途：反证
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- 2027 年 2 月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 7 月 7 日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- フェリシモ（3396）の PBR（株価純資産倍率）の推移（irbank） (https://irbank.net/3396/pbr)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2025 年 2 月期、最終損益は 3 億 8500 万円の黒字 - 日本経済新聞（FY2/2024 決算報道） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0560973X20C24A3000000/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：27、28、30、31、32、33；同业比较：27、28、30、31、32、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29） (https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)｜怎么使用：直接证据；反向验证：26；专项深挖：23、26、28、30、31、33；同业比较：23、28、30、31、33、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接 /

支持；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史

- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、35
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Price structure versus fundamentals (cross-lane, outside the protected Technical source)｜Positive prints (profit recovery, dividend rises, the 2026-10-01 FX upgrade) left no retained higher price state, and weak prints were absorbed above ~811–819; dead compression with falling volume is consistent with a market discounting reported profit and awaiting either capital return or verified customer recovery. This is a cross-lane reading of fundamentals alongside the Technical State; it neither rewrites the protected Technical truth nor lets fundamental positivity alter the non-confirming Technical State.
- 内部研究类型：CrossLaneSemantic
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：The price has not yet validated the balance-sheet thesis; operating prints are low-information for re-rating.
- 不确定性（原始记录）：Thin float, aggregator-only price data; Technical Confidence low-medium per the protected source.

在线打开本发现 →

F091｜03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开

写入正文：03｜神户港塔：中标得来的经营权，租金、期限和续约都没公开；11｜下行路径：汇率回吐、人口老化、港塔重设、系统投入

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（16 项；重复标签已按来源合并）

- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか 1 年 7 ヵ月で来場者数 100 万人を達成！リニューアル以前の約 2 倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35
- フェリシモ 2 年ぶり黒字 運営の神戸ポートタワー好調、来場者 31 年ぶり 50 万人超（神戸新聞 NEXT） (https://kobe-np.co.jp/news/economy/202504/0018847930.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；反向验证：35；同业比较：07；其他用途：历史

- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモが展望施設を運営など 神戸ポートタワー、来春の再開館で - 神戸経済ニュース (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-13710.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；专项深挖：07
- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10月10日～11月30日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07
- 決算:フェリシモ26年2月期、3割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史
- フェリシモが「神戸ポートタワー」を運営する狙いとは？「神戸をテーマパークのように楽しんでもらえる場所にしたい」（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/12127)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07、13
- フェリシモ、2026年2月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2Cニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35
- フェリシモ、2027年2月期1Q決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- フェリシモの2026年2月期、売上微減も営業利益は約3倍の約2.1億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- カタログ掲載｜バイヤーセレクトの通販｜フェリシモパートナーズ（公式） (https://www.felissimo.co.jp/partners/wk84273/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07、09；专项深挖：03、07、09
- フェリシモ(3396) の企業概要・業績・財務・IR資料｜CREX経済データプラットフォーム (https://www.crex-data.com/company/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：03
- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Port Tower and partners → durability of the second pillar｜A tender-won, hard-to-replicate operating position with strong visitor results and a reported 92% gross margin (FY2/2025), but undisclosed rent, term, renewal and licensing terms mean a lease or licence reset could transfer value to the owner or licensors, making the profit contribution an unquantified leg of the recovery.
- 内部研究类型：CausalChain
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A second pillar is possible but unproven; a reset could remove it.
- 不确定性（原始记录）：Segment profit and contract terms are private.

在线打开本发现 →

F092｜01｜0.30 倍市净率说明不了便宜，这笔现金能不能到股东手里才是问题

写入正文：00｜报告身份、评分与核心结论；01｜0.30 倍市净率说明不了便宜，这笔现金能不能到股东手里才是问题；09｜市场预期：对盈利上修几乎没有反应，价格还没有确认基本面；14｜总分 48.52/100，C 级：资产扎实，经营、治理和资本配置拖分；14｜哪些未解答案会让分数上调或下调；15｜本报告的性质和免责

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（70 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33；其他用途：反证
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史

- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- 2027年2月期 第1四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026年7月7日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモ、2026年2月期は減収も大幅増益 2027年2月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- フェリシモ（3396）、2期連続の増益を達成 2027年2月期の配当予想は25円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35；其他用途：反证
- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか1年7ヵ月で来場者数100万人を達成！リニューアル以前の約2倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35；其他用途：反证
- 2026年10月1日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34；其他用途：反证
- 株主・投資家のみなさまへ｜FELISSIMO COMPANY（IRカレンダー） (https://www.felissimo.co.jp/company/ir/ir_cy.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次） (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16；外部现实校验：30、31；反向验证：30、31；其他用途：反证
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）のPBR（株価純資産倍率）の推移（irbank） (https://irbank.net/3396/pbr)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史

- フェリシモの 2025 年 2 月期、最終損益は 3 億 8500 万円の黒字 - 日本経済新聞（FY2/2024 決算報道） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0560973X20C24A3000000/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：27、28、30、31、32、33；同业比较：27、28、30、31、32、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29） (https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)｜怎么使用：直接证据；反向验证：26；专项深挖：23、26、28、30、31、33；同业比较：23、28、30、31、33、35；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：反证、历史
- (株)フェリシモ【3396】：決算説明会書き起こし - Yahoo!ファイナンス (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials?styl=presentation)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、26；同业比较：22；其他用途：历史
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：反证、历史
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2027 年 2 月期、純利益 16.5%減 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0599181X00C26A4000000/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15、22、35；同业比较：15、22；其他用途：历史
- ABOUT FELISSIMO｜FELISSIMO COMPANY（公式英語会社概要） (https://www.felissimo.co.jp/company/about/english/about_english_cy.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、21、24
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025 年 2 月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07

- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- 株式会社フェリシモの決算公告・子会社・関連会社情報（catr） (https://catr.jp/companies/fc3a0/47510)｜怎么使用：直接 / 支持；专项深挖：29、32、33；同业比较：29、32、33；其他用途：历史
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- フェリシモ【3396】のリスク・配当 - キタイシホン（有価証券報告書 事業等のリスク） (https://kitaishihon.com/company/3396/management-strategy)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、08、10；反向验证：02、10；专项深挖：02、05、08、10
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ、2024 年 2 月期決算を発表 主力の定期便事業が苦戦し減収減益 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/felissimo202402financial-results/)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：29；专项深挖：23、28、29、33；同业比较：23、28、29、33、35；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、27；外部现实校验：32；反向验证：17
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、29、33；同业比较：17、18、19、21、25、29、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24
- 目神山事務所によるフェリシモ株券に対する買付け: M&A ファイル (http://sugarwind-ma.seesaa.net/article/377681113.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24、33；同业比较：24、34；其他用途：历史
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35
- フェリシモ 2 年ぶり黒字 運営の神戸ポートタワー好調、来場者 31 年ぶり 50 万人超（神戸新聞 NEXT） (https://kobe-np.co.jp/news/economy/202504/0018847930.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；反向验证：35；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- フェリシモが展望施設を運営など 神戸ポートタワー、来春の再開館で - 神戸経済ニュース (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-13710.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07；专项深挖：07

- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10月10日〜11月30日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07
- 決算:フェリシモ26年2月期、3割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモが「神戸ポートタワー」を運営する狙いとは？ 「神戸をテーマパークのように楽しんでもらえる場所にしたい」（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/12127)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：07、13
- フェリシモ、2027年2月期1Q決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- カタログ掲載｜バイヤーセレクトの通販｜フェリシモパートナーズ（公式） (https://www.felissimo.co.jp/partners/wk84273/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、07、09；专项深挖：03、07、09
- フェリシモ(3396) の企業概要・業績・財務・IR資料｜CREX経済データプラットフォーム (https://www.crex-data.com/company/3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03；专项深挖：03
- 2025年度通販・EC市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会 (https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、11、12、35；反向验证：09
- 2025年度の通販・EC市場は15.4兆円で5.9%増。大手ECモールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：09、12；同业比较：11；其他用途：历史
- ベルーナ3月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：08、11、35；其他用途：反证
- 千趣会の2026年度の売上高を410億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず〜命運握る「再生計画」の実行性（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移） (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；专项深挖：12、15；同业比较：12、15；其他用途：历史
- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、30、33
- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06

- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋） (https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；专项深挖：02、06
- 株式会社フェリシモ 役員報酬 breakdown（EDINET DB） (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23、35
- フェリシモの 2026 年 2 月期、純利益 31.6%増 - 日本経済新聞（FY2/2025 結果） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0501501X20C25A3000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21；同业比较：34、35；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（3396）の役員情報 (https://j-lic.com/companies/3396/directors)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、24
- 3396 フェリシモ 役員報酬（irbank） (https://irbank.net/E03467/fee)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；专项深挖：23、35

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Investment Thesis: balance-sheet floor with an eroding franchise, conditional on discretionary capital return｜The thesis weights three sources of shareholder value with different quality: cash/net current assets (large, access-dependent), the operating franchise (eroding, highly levered, cost-led recovery) and reported profit (flattered by FX and low tax). Falsification runs in both directions: franchise stabilization, cash erosion, or a capital-return action that closes the 0.30x PBR discount.
- 内部研究类型：ThesisFalsificationStructure
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Expected return is ~3% dividend plus an uncertain discount-closing event; margin of safety is balance-sheet-based.
- 不确定性（原始记录）：Moderate confidence (~0.55); Technical State is held separately.

在线打开本发现 →

F093｜13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项

写入正文：13｜监管、研发、供应商、资产价值与市场预期，目前都是未证实项；15｜哪些事实无法核实，对判断有什么限制

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（66 项；重复标签已按来源合并）

- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ(3396)の株価・財務分析 (https://www.kabutec.jp/company/?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：17、20、22、27、32
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直

接证据；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史

- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- 2024 年 2 月期決算短信〔日本基準〕（連結） 2024 年 4 月 5 日 株式会社フェリシモ (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20240405/20240327560973.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、27、28、29、32、33；专项深挖：23、24、25、26、27、28、29、31、32、33；同业比较：23、24、25、26、27、28、29、31、32、35；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：24、35
- 2027 年２月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年７月７日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- フェリシモの連結売上は微減の 294 億円、主力の「定期便」は購入頻度・単価が向上（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/13819)｜怎么使用：直接证据；一手验证：35；反向验证：05、10；专项深挖：05、10；同业比较：05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、15、16、35
- 3396 フェリシモ - IFIS 株予報 - 業績進ちょくと決算スケジュール (https://kabuyoho.ifis.co.jp/index.php?action=tp1&bcode=3396&id=100&sa=report)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：12、14、16、35；同业比较：12、14、16；其他用途：历史
- 配送料の値上げとクレカ決済のルール変更：EC 関連ニュースまとめ【2026 年 7 月】 (https://www.commercepick.com/archives/99256)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、13、35；专项深挖：12、13
- 佐川急便が平均 13%値上げなぜ？改定時期と送料や通販への影響まとめ｜たろ速 (https://tarosoku.jp/2026/10/02/sagawa-delivery-price-hike/)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：12、13、16、35；专项深挖：12、13、16

- ゆうパックが平均10%値上げ — 2026年10月の運賃改定でEC事業者が見直すべき送料設計と配送体験 (https://recustomer.me/blog/news-japan-post-shipping-rate-hike-2026)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：16、35；专项深挖：16
- 神戸のシンボル「神戸ポートタワー」リニューアルを、フェリシモがプロデュース！（フェリシモ公式） (https://www.felissimo.co.jp/company/contents/sustainability/kobeporttower/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、07、10；专项深挖：01、07、10
- フェリシモ、神戸ポートタワーの展望フロアなど運営へ（ラジオ関西トピックス／Yahoo!ニュース） (https://news.yahoo.co.jp/articles/8811c596ebfc57c4661d69c2ea339d05abb03263)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07；反向验证：07；专项深挖：07；同业比较：07；其他用途：历史
- 「ムーミン×神戸ポートタワープロジェクト a part of KOBE」10月10日〜11月30日開催決定（PR TIMES） (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004346.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：07；反向验证：07；专项深挖：07
- 神戸ポートタワー リニューアルからわずか1年7ヵ月で来場者数100万人を達成！リニューアル以前の約2倍の集客ペース (https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000004144.000012759.html)｜怎么使用：直接证据；一手验证：03、07；外部现实校验：30；反向验证：33、35
- フェリシモが「神戸ポートタワー」を運営する狙いとは？ 「神戸をテーマパークのように楽しんでもらえる場所にしたい」（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/node/12127)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：07、13
- 来週のドル円相場はどうなる？11/23週のイベント予定 2026年11月22日 (https://www.gaitame.com/media/entry/2026/11/22/070000)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- ドル/円見通し：157円台半ばで小動き｜日銀の利上げ示唆で一時157円割れ（2026年11月2日） (https://www.oanda.jp/lab-education/market_news/report_usdjpy_20261102/)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- 2026年10月1日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモの2027年2月期、純利益16.5%減 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0599181X00C26A4000000/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：15、22、35；同业比较：15、22；其他用途：历史
- 有価証券報告書（第60期 2024年3月〜2025年2月）株式会社フェリシモ (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100VULK.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16；专项深挖：16、35
- フェリシモの2026年2月期、売上微減も営業利益は約3倍の約2.1億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の業績・財務推移［通期・半期・四半期］｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/finance?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：22、28、35；外部现实校验：34；同业比较：22、26、28、35；其他用途：历史
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35
- (株)フェリシモ【3396】：決算情報 - Yahoo!ファイナンス（2026年2月期1Q 要約） (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials)｜怎么使用：直接证据；反向验证：14；专项深挖：14、16、20；同业比较：14、16、20；其他用途：历史

- フェリシモ、矢崎専務が代表取締役に就任 矢崎和彦社長の長男、代表取締役２人体制に（神戸新聞NEXT） (https://www.kobe-np.co.jp/news/economy/202601/0019955708.shtml)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：23、30、33
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、23
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23
- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35
- 株式会社フェリシモ 役員報酬 breakdown（EDINET DB） (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23；专项深挖：23、35
- 【フェリシモ】（3396） 過去 10 年間の株価推移（日本経済新聞） (https://www.nikkei.com/nkd/company/history/yprice/?scode=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；同业比较：12、34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- フェリシモ【3396】の月間株価（月足）｜時系列データ｜株探（かぶたん） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=mon)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：34、35；同业比较：34；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次） (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ【3396】株価｜週次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=shin&page=10)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；反向验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】株価｜日次信用残時系列データ｜株探 (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&margin_balances=1&ashi=day)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34
- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）— 2026 年 6-7 月スナップショット (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ<3396（トレーダーズ・ウェブ） (https://www.traders.co.jp/stocks/62_3396/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；专项深挖：34
- 2025 年度通販・EC 市場売上高調査 公表｜JADMA (公社)日本通信販売協会 (https://jadma.or.jp/news/releasestatistics2025)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、11、12、35；反向验证：09
- 2025 年度の通販・EC 市場は 15.4 兆円で 5.9%増。大手 EC モールや家電量販店などの堅調な成長が市場拡大をけん引（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/09/04/16679)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：09、12；同业比较：11；其他用途：历史

- ベルーナ3月期、増収増益 グルメ通販などで堅調な動き（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75536)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、11、12、35；反向验证：08、11、35
- 千趣会の2026年度の売上高を410億円に下方修正（ネットショップ担当者フォーラム） (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/08/18/16560)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、09、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：11；其他用途：历史
- 千趣会決算、通販事業振るわず〜命運握る「再生計画」の実行性（通販通信） (https://www.tsuhannews.jp/news/detail/75381)｜怎么使用：直接证据；外部现实校验：08、10、35；反向验证：10、11；专项深挖：08、09、10、11；同业比较：08、09、11；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）、2期連続の増益を達成 2027年2月期の配当予想は25円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接证据；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ、2027年2月期1Q決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- フェリシモ【3396】の事業内容 - キタイシホン（2025年2月期有価証券報告書より） (https://kitaishihon.com/company/3396/business)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、05、10；专项深挖：01、02、04、05、10
- フェリシモ (3396)の企業分析 - 銘柄スカウターライト（マネックス証券） (https://scouter.monex.co.jp/report/zaimu/3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、03、04、07；专项深挖：01、03、04、07
- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06
- CP（（株）フェリシモ） 事業等のリスク（有価証券報告書抜粋） (https://cp-canda.net/index.php?url=companies%2Fview%2F3396)｜怎么使用：直接证据；一手验证：02、06；专项深挖：02、06
- 決算:フェリシモ 26年2月期、3割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 決算書(財務諸表) (https://www.ullet.com/フェリシモ/決算書)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18、21、29、33；同业比较：17、18、19、21、25、29、33、35；其他用途：历史
- フェリシモの2026年2月期、純利益31.6%増 - 日本経済新聞（FY2/2025結果） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0501501X20C25A3000000/)｜怎么使用：直接证据；一手验证：21；同业比较：34、35；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)｜怎么使用：直接证据；一手验证：01、21、24
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)｜怎么使用：直接证据；一手验证：16；外部现实校验：30、31；反向验证：30、31

- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）の PBR（株価純資産倍率）の推移（irbank） (https://irbank.net/3396/pbr)｜怎么使用：直接证据；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモの 2025 年 2 月期、最終損益は 3 億 8500 万円の黒字 - 日本経済新聞（FY2/2024 決算報道） (https://www.nikkei.com/article/DGXZRST0560973X20C24A3000000/)｜怎么使用：直接证据；专项深挖：27、28、30、31、32、33；同业比较：27、28、30、31、32、33、35；其他用途：历史
- フェリシモ【3396】、今期経常を一転赤字に下方修正（株探, 2023-09-29） (https://kabutan.jp/news/?b=k202309290008)｜怎么使用：直接证据；反向验证：26；专项深挖：23、26、28、30、31、33；同业比较：23、28、30、31、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research Debt carried to the next Review｜Eleven prioritized open questions plus UNKNOWN domains (technology/R&D, suppliers, regulation, hidden assets, market expectations, capex) are preserved with the evidence that would resolve each; none was converted into certainty.
- 内部研究类型：ResearchDebtSet
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / TECHNICAL
- 普通股东含义（原始记录）：The unresolved items (capital-return intent, customer stabilization, Port Tower profit, FX/tax normalization, surplus cash) bound confidence in the thesis.
- 不确定性（原始记录）：No reasonable current public path remained in the research budget; several answers sit in the FY2/2026 securities report.

在线打开本发现 →

F094｜12｜首次完整研究的六项发现：网站市值高估三分之一，经营与地产被定价为负

写入正文：12｜首次完整研究的六项发现：网站市值高估三分之一，经营与地产被定价为负

研究范围：开放研究＋35 项覆盖检查

证据来源（39 项；重复标签已按来源合并）

- フェリシモ【3396】株の基本情報（株探・11 月 19 日終値 835 円） (https://kabutan.jp/stock/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：31、34、35；外部现实校验：18、21、26、27、29、31
- company:フェリシモ - TDnetSearch（自己株式の消却・資本コスト開示） (https://tdnet-search.appspot.com/?mode=search&query=company%3A%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、25、26、35；外部现实校验：01、24、33、34；反向验证：24、25；同业比较：01、13、24；其他用途：历史
- フェリシモの企業情報 - 3396 / ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ / 小売業 (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：18、27；反向验证：20、32、35；其他用途：反证

- フェリシモ【3396】の年間株価（年足）（株探） (https://kabutan.jp/stock/kabuka?code=3396&ashi=yar)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；外部现实校验：27、31；同业比较：27、31、34、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396） - 売上高、純利益等の順位 (https://www.ullet.com/3396/markr/ranking/stock.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：18、21、27、29、33、35；外部现实校验：25；同业比较：18、19、25、33；其他用途：历史
- フェリシモ (3396) : 決算情報・業績 （FELISSIMO） - みんかぶ (https://minkabu.jp/stock/3396/settlement)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：22、35；同业比较：17；其他用途：历史
- フェリシモ FY2/2025 決算説明会 書き起こし（資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応） (https://finance.logmi.jp/articles/381513)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23、25、26、30、33、35；反向验证：27；专项深挖：23、25、26、27、30、33；其他用途：反证
- フェリシモの 2026 年 2 月期、売上微減も営業利益は約 3 倍の約 2.1 億円。大幅増益した改善策とは？ (https://netshop.impress.co.jp/n/2026/04/10/15899)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、11、15、16、28、35；外部现实校验：02、03、05；同业比较：02、05、10；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期決算は減収増益 利益面がいずれも大幅増 - D2C ニュース (https://www.startrise.jp/post-1245309900/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16；同业比较：02；其他用途：历史
- フェリシモ、前期経常を 93%上方修正 - 株探 (https://s.kabutan.jp/news/k202603310007/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：32；外部现实校验：06、28；反向验证：16、28、34；同业比较：06、14、16、28；其他用途：历史
- フェリシモ、2026 年 2 月期は減収も大幅増益 2027 年 2 月期は増収増益へ (https://investalk.jp/3396/felissimo-2026-02-earnings/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、15、16、35
- 決算:フェリシモ 26 年 2 月期、3 割増益 原価圧縮で利益確保 - 日本経済新聞 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF03DLV0T00C25A4000000/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：06、16；反向验证：22；同业比较：06、14；其他用途：历史
- フェリシモ、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス／みんかぶ） (https://s.minkabu.jp/news/4485848)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、05、15
- 2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年 10 月 6 日 株式会社フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120261006546338.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、05、10、14、15、16、17、18、19、20、22、28、29、32、35；外部现实校验：34；反向验证：34
- フェリシモの３～８月期、純利益７％増 新規顧客獲得で費用増も為替差益で（神戸経済ニュース） (https://news.kobekeizai.jp/blog-entry-23590.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、15；外部现实校验：05、10、28、32；反向验证：15、28、35
- フェリシモ、2027 年 2 月期 1Q 決算を発表 経常利益、純利益は黒字浮上 (https://www.startrise.jp/post-1245309988/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、15、19
- 2027 年２月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結） 2026 年７月７日 フェリシモ (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260706588359.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、15、18、19、20、35；外部现实校验：34
- 決算:フェリシモの 27 年 2 月期純利益 16%減、為替差益想定せず 5 円増配 (https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUF0698N0W6A400C2000000/)｜怎么使用：直

接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：15；反向验证：15、16、18、21、22、35；专项深挖：14、15、16、18、21、22；同业比较：16；其他用途：历史

- (株)フェリシモ【3396】：決算情報 - Yahoo!ファイナンス（2026 年 2 月期 1Q 要約） (https://finance.yahoo.co.jp/quote/3396.T/financials)｜怎么使用：直接 / 支持；反向验证：14；专项深挖：14、16、20；同业比较：14、16、20；其他用途：历史
- 来週のドル円相場はどうなる？11/23 週のイベント予定 2026 年 11 月 22 日 (https://www.gaitame.com/media/entry/2026/11/22/070000)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- ドル/円見通し：157 円台半ばで小動き｜日銀の利上げ示唆で一時 157 円割れ（2026 年 11 月 2 日） (https://www.oanda.jp/lab-education/market_news/report_usdjpy_20261102/)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：14、35；专项深挖：14
- 2026 年 10 月 1 日 業績予想の修正に関するお知らせ（フェリシモ） (https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260929541751.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14、16、30、31、35；外部现实校验：34；反向验证：28、34
- フェリシモの企業情報（有価証券報告書の記載抜粋）- バッファット・コード (https://www.buffett-code.com/company/3396/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：02、04、06；专项深挖：02、04、06
- 有価証券報告書 第 59 期（2023/3–2024/2）株式会社フェリシモ（2024 年 5 月 30 日提出） (https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100TIZM.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、25、28、29、32、33；专项深挖：24、25、28、29、32、33、35；同业比较：24、25；其他用途：历史
- 【フェリシモ】（3396）決算発表や業務・財務情報（中間業績推移） (https://www.nikkei.com/nkd/company/kessan/?scode=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12；专项深挖：12、15；同业比较：12、15；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（33960）の財務分析 (https://edinetdb.jp/company/E03467)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、27；外部现实校验：32；反向验证：17
- フェリシモ(3396)の株価・財務分析 (https://www.kabutec.jp/company/?code=3396)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：17、20、22、27、32
- フェリシモ（3396） - EDINET（有価証券報告書,四半期報告書） 五期・直近五四半期比較 (https://www.ullet.com/%E3%83%95%E3%82%A7%E3%83%AA%E3%82%B7%E3%83%A2/EDINET/ranking/report)｜怎么使用：直接证据；一手验证：18；专项深挖：17、18、19、20、21、22；同业比较：17、18、19、20、21、22、35；其他用途：历史
- フェリシモ（3396）の大株主一覧 (https://irbank.net/E03467/holder)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24
- フェリシモ【3396】の大株主情報 - 株探 (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/stockholders/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：24、35
- フェリシモ【3396】の社長・役員- キタイシホン (https://kitaishihon.com/company/3396/board-of-director)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、23
- 目神山事務所によるフェリシモ株券に対する買付け: M&A ファイル (http://sugarwind-ma.seesaa.net/article/377681113.html)｜怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：24、33；同业比较：24、34；其他用途：历史
- 株式会社フェリシモ（gBizINFO） (https://info.gbiz.go.jp/hojin/ichiran?hojinBango=4140001022298)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、21、24
- 臨時報告書 2026 年 5 月 28 日 株式会社フェリシモ（定時株主総会決議結果） (https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/ednr/20260528/S100Y7AI/20260528S100Y7AI.pdf)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；外部现实校验：23、24；反向验证：23

- コーポレート・ガバナンスに関する報告書 FELISSIMO CORPORATION（最終更新日 2025 年 4 月 24 日） (https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20250424/20250424523004.pdf)｜怎么使用：直接证据；一手验证：23、24、25；专项深挖：23、24、25、35
- 株主・投資家のみなさまへ｜FELISSIMO COMPANY（IR カレンダー） (https://www.felissimo.co.jp/company/ir/ir_cy.html)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：30
- フェリシモ【3396】の株価時系列データ - 株探（日次） (https://s.kabutan.jp/stocks/3396/historical_prices/daily/)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34、35
- フェリシモ（3396）、2 期連続の増益を達成 2027 年 2 月期の配当予想は 25 円に増額予定とし、株主還元を強化（ログミーファイナンス） (https://finance.logmi.jp/articles/384335)｜怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13、22、26、35；反向验证：23
- フェリシモ【3396】、上期経常を一転 6%増益に上方修正（株探） (https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=k202610010006)｜怎么使用：一手验证：16；外部现实校验：30、31；反向验证：30、31；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Research dividend: what deeper work revealed beyond the issuer story｜Current-Review discoveries: (1) aggregator market caps and PBRs use issued shares and overstate value by about a third versus the 7,122,586 outstanding; (2) the market values operations and property below zero against net current assets; (3) part of the FY2/2026 margin recovery is a by-product of a shrinking customer base; (4) ordinary profit exceeded operating profit in every recent year, with H1 FY2/2027 growth entirely FX-driven; (5) aggregator FCF is inflated by deposit redemptions; (6) the treasury-seeded foundation and family bloc explain why a 19-year discount produced no capital return. No prior Review exists, so these are first-Review findings.
- 内部研究类型：ResearchDividend
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Headline EPS, FCF and market-cap figures mislead; the real lever is capital return.
- 不确定性（原始记录）：Several inferences rest on derived calculations and aggregator data.

在线打开本发现 →

F095｜10｜现价在已检索历史的最低区域，比 2021 年高点低 56%左右

写入正文：10｜现价在已检索历史的最低区域，比 2021 年高点低 56%左右；10｜下跌一波比一波浅，三次回踩落在同一条价格带里；10｜低位区间缩量窄幅，没有出现更高的回踩终点，上方压力很厚；10｜消息发布之后：好消息没有留住，坏消息守在底线上方；10｜判断：下跌明显放缓但还在磨底，后面看三件事，没走到的话先等；14｜八个模块各得多少分，理由是什么

还不能确定：受保护的 Technical Research 结构；公开边界以其正文路由为准。

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Protected Technical Synthesis (RESEARCH_TRUTH.technical_state)
- 内部研究类型：ProtectedTechnicalSynthesis
- 内部来源标记：TECHNICAL

- 公开边界：受保护 Technical Research 仅保留可追踪身份，本索引不重写其内部语义。

在线打开本发现 →

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。