8281 ゼビオホールディングス(株)（XEBIO HOLDINGS CO.,LTD.）

Kabugami V3.2 50.7/100 · C

这家公司是做什么的

ゼビオホールディングス株式会社（8281）是在东证 Prime 市场上市的体育用品零售集团，主要通过实体门店及线上渠道销售体育用品、器材和服装。[S02、S13]

最近亮点

2026年11月13日公布的2027年3月期上半财年营业利润为38.77亿日元，同比增长96.3%，高于此前预测25.1%；销售额则低于预测0.7%。[S02、S03]

资料截止 2026-11-28 · 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	GPT 研究
研究日期	2026-11-28
研究规则版本 SHA	18db2cbe4782e482d67cac969f0f8404163f82cf
评分版本	V3.2
发布源 SHA	d33836eba621acced6c729237b2f552b623565aa
交付代码版本 SHA	d33836eba621acced6c729237b2f552b623565aa
交付运行时指纹	03715dac0879dd7b7496652b0becfe088724ea68910268db0724b6c117d04e3a

先看研究要点

为什么值得研究	上半财年销售同比增长 4.7%，销售及管理费用率从上年同期 36.8%降至 35.4%，使更多毛利留在营业利润中。2026 年 10 月ゼビオ株式会社既有门店销售同比增长 3.2%，延续了 9 月的增长。[S02、S04]
最需要担心什么	冬季商品若销售不及预期，库存折价或减值可能压低毛利；若销售放缓而人工及门店费用继续上升，利润修复也可能减弱。2026 年 9 月末库存为 879.54 亿日元。[S02、S15]
Kabugami 现在怎么看	利润正在改善，但全年增长仍需下半年业绩支持；估值数据尚不足以判断安全边际。[S02] 投资论点：上半财年费用率下降推动利润超预期。若冬季销售增长能转化为毛利和营业利润，且库存风险可控，全年修复判断有望增强；反之，利润改善可能无法持续。[S02、S15]

01｜投资问题与当前结论

1.1｜利润改善已经出现，全年持续性仍待检验

当前结论：ゼビオホールディングス的利润正在改善，但全年增长仍需下半年业绩支持。

关键依据是 2026 年 11 月 13 日公布的上半财年营业利润同比增长 96.3%，并高于此前公司预测 25.1%。若后续销售增长放缓、毛利承压或费用上升，利润改善的判断就需要重新评估。 [S02][S03]

1.2｜费用率下降推动了上半年利润增长

上半年利润增长主要来自费用率下降，销售额尚未达到公司原定预测。

2027 年 3 月期（FY27/3）上半财年，销售额为 1301.39 亿日元，同比增长 4.7%，但比 2026 年 5 月 15 日的预测低 0.7%。销售及管理费用占销售额的比例从上年同期 36.8%降至 35.4%，营业利润增至 38.77 亿日元。

季度表现仍有落差。2027 年 3 月期一季度（4—6 月）营业利润为 39.49 亿日元，二季度（7—9 月）单季亏损 0.71 亿日元；因此，上半年增长不能直接代表每个季度都能盈利。

公司 2026 年 11 月 13 日公布的全年营业利润指引为 70 亿日元，扣除上半年已实现的 38.77 亿日元，下半年仍需实现 31.23 亿日元。 [S02]

1.3｜销售增长主要集中在部分品类

既有门店销售仍在增长，但各品类表现不一，客流也并非持续增加。

2027 年 3 月期上半财年，一般竞技运动及鞋类销售同比增长 9.7%，高尔夫增长 4.5%；运动服饰下降 4.0%，户外及其他下降 1.6%。集团销售增长不能等同于所有品类同步改善。

2026 年 11 月 9 日公布的月次数据显示，ゼビオ株式会社 2026 年 10 月既有门店销售同比增长 3.2%，延续了 9 月的增长。该同比口径自 2026 年 4 月起纳入部分电商仓库销售，上年同期也按同一口径重算；它反映销售改善，但不能单独证明客流或毛利率改善。 [S02][S04][S07]

1.4｜现金有所增加，库存和新店回收仍需观察

现金流改善缓解了资金压力，但库存消化与新店回收仍影响后续利润。

截至 2026 年 9 月末，上半财年经营现金流为 79.42 亿日元，高于上年同期的 31.67 亿日元。期末库存为 879.54 亿日元，高于 2026 年 3 月末的 875.43 亿日元；若季节商品销售不及预期，库存减值和促销压力仍需关注。

2026 年 11 月 27 日，スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店在福島県伊達市开业，这是该业态约 15 年来首次在福島県新开店。新店为销售增长增加了机会，但能否覆盖租金等固定成本，仍取决于开业后的经营表现。

后续重点看预计于 2027 年 2 月中旬公布的三季度业绩，以及冬季销售和库存变化。新店销售、毛利、租金和投资回收期尚未披露；截至 2026 年 11 月 28 日，11 月月次销售也尚未确认。 [S02][S01][S23][S04]

02｜公司本质与商业模式

2.1｜零售是收入核心，销售增长要扣除门店费用

ゼビオホールディングス的收入主要来自日本体育用品零售。

公司通过门店和线上渠道销售体育用品、器材及服装，也经营体育营销、信用卡和网站等业务。2026 年 3 月期，集团合并销售额超过九成来自日本国内的体育用品及器材销售。

零售业务先靠商品销售取得毛利，再支付人工、门店和广告等费用。2026 年 11 月 13 日公布的 2027 年 3 月期上半财年业绩显示，销售额为 1,301.39 亿日元，毛利为 498.92 亿日元；销售及管理费用为 460.14 亿日元，营业利润为 38.77 亿日元。 [S13][S02]

2.2｜一般运动及鞋类贡献最大，但品类利润尚不清楚

销售主要来自一般运动及鞋类和高尔夫，不能据此判断各品类利润。

2027 年 3 月期上半财年，公司披露的商品分类销售呈现分化：

- 一般运动及鞋类销售 525.55 亿日元，占集团销售额 40.4%，同比增长 9.7%。
- 高尔夫销售 413.81 亿日元，占 31.8%，同比增长 4.5%。
- 运动服装销售 125.47 亿日元，同比下降 4.0%；户外及其他销售 159.59 亿日元，下降 1.6%。

一般运动及鞋类的增长支持了集团销售，但公司没有同时披露各品类的毛利和费用。商品分类销售也不等于会计报告分部收入，不能用其占比直接推断利润贡献。 [S02]

2.3｜合并利润掩盖了季度和子公司差异

集团上半年盈利增长，但季度与子公司的经营结果差异较大。

2027 年 3 月期上半财年营业利润同比增长 96.3%。其中一季度（4—6 月）盈利 39.49 亿日元，二季度（7—9 月）则亏损 0.71 亿日元，表明不能把单季利润直接推算为全年水平。

2026 年 3 月期，ゼビオ株式会社（集团零售子公司）单体经常亏损 1.34 亿日元，株式会社ゴルフパートナー（高尔夫业务子公司）单体经常利润为 23.11 亿日元。子公司单体损益不等于集团报告分部数据，也不能直接相加为集团收入。

同一财年，集团营业利润为 23.70 亿日元，归母净亏损 21.64 亿日元；公司还计提特别损失 73.72 亿日元，其中包括减值损失 36.10 亿日元。营业利润与净利润的差距，提醒投资者同时查看经营费用和营业外、特别损益。 [S02][S13][S15][S16]

2.4｜门店和线上销售扩张仍要看投入回收

销售网络扩大有助于触达顾客，但门店数量不等于新增盈利。

截至 2026 年 9 月末，集团门店数为 980 家。上半财年列示开店 31 家、关店 23 家，但开店数包含东南亚部分门店新增纳入统计的影响，不能全部视为实际新开门店。

2026 年 11 月 27 日，スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店（福島県伊達市新店）开业，为后续当地销售提供新增渠道。开业后的销售、租金和投资回收尚未披露，暂不能判断其对利润的贡献。

线上销售也影响月度数据的理解。2026 年 11 月 9 日公布的 10 月资料显示，ゼビオ株式会社既有门店销售同比增长 3.2%；自 2026 年 4 月起，月次统计纳入部分电商仓库销售，上年同期也按同一口径重算。

后续仍需跟踪各品牌和线上渠道的利润、门店投资回收，以及统计口径变化对客单价和库存周转的影响。[S02][S01][S04][S07]

03｜产品、客户与供应链

3.1｜运动鞋和高尔夫用品贡献主要销售额

公司的销售主要来自运动用品，增长集中在运动鞋及一般竞技用品。

2027 年 3 月期上半财年，运动用品及器材销售占集团销售额的 94.2%。其中，主要品类的表现有所分化：

- 一般竞技运动用品及鞋类销售 525.55 亿日元，同比增长 9.7%，占集团销售额的 40.4%。
- 高尔夫用品销售 413.81 亿日元，同比增长 4.5%，占集团销售额的 31.8%。

- 运动服装销售 125.47 亿日元，同比下降 4.0%；户外及其他商品销售 159.59 亿日元，下降 1.6%。
- 冬季运动用品销售 1.77 亿日元，同比下降 5.1%。

鞋类及竞技用品拉动了上半年增长，但服装和户外商品仍在下滑。不同品类的销售变化会影响商品组合，后续毛利率仍要看各品类的售价与成本。 [S02]

3.2｜客户需求有增长，客流仍需观察

既有门店销售增长延续至 10 月，但上半年客流并非每月增长。

2026 年 11 月 9 日公布的月度数据显示，ゼビオ株式会社（集团零售子公司）10 月既有门店销售额同比增长 3.2%；2026 年 4 月至 10 月累计增长 2.8%。这一数据覆盖该子公司，不能直接等同于集团整体销售。

上半年全店客流与客单价走势不同：2026 年 7 月、8 月客流同比分别下降 2.3%和 3.8%，客单价则分别上涨 3.9%和 3.5%。客流偏弱时，销售增长更依赖每笔交易金额，但现有数据不能区分商品涨价与购买组合变化的影响。

自 2026 年 4 月起，月度销售同比纳入电商仓库销售，上年同期也按同一口径重算。因此同比数据具有可比基础，但不能仅凭该数据判断线下门店客流或复购是否改善。 [S02][S04]

3.3｜新店扩大覆盖，单店回报尚无数据

新店增加了当地销售机会，能否覆盖租金和投资仍待检验。

ゼビオ株式会社于 2026 年 11 月 24 日公告，スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店（综合运动用品店）于 11 月 27 日在福島県伊達市开业。这是スーパースポーツゼビオ约 15 年来首次在福島県新开店，店内集结了 L-Breath 及 X'tyle 等业态。

イオンモール伊達（商业设施）2026 年 11 月 27 日公布的资料显示，其基本商圈为 20 公里、36 万人。商圈规模提供了潜在客源参考，但不能直接换算成新店销售；实际回报取决于到店消费、毛利及门店成本。 [S01][S20][S26]

3.4｜采购议价能力仍需更多披露

库存和折扣会影响毛利，但现有资料不足以判断公司对供应商的议价能力。

公司 2026 年 3 月期业务报告称，零售价格促销及按成本与可变现净值孰低计价产生的损失增加，压低了毛利率。2027 年 3 月期上半财年集团毛利率为 38.3%；截至 2026 年 9 月末，库存为 879.54 亿日元，高于 2026 年 3 月末的 875.43 亿日元。季节商品若销售不及预期，折扣或库存减值可能压缩毛利并占用资金。

接下来需跟踪主要供应商及采购集中度、采购合同和定价机制，以及客户集中度。各品牌和电商渠道的销售及盈利贡献、新店的销售与投资回收数据也尚待披露。 [S02][S13][S15][S01]

04｜竞争格局与产业关系

4.1｜市场扩张，但天气仍影响需求

体育用品零售市场仍在增长，季节商品却受天气制约。

帝国データバンク在 2026 年 2 月 5 日发布的调查估算，2024 年度日本体育用品零售市场为 1.5339 万亿日元，比上年度增长 3.3%，连续第四年增长。调查同时指出，暖冬少雪会增加冬季运动用品减收风险，高尔夫客群老龄化也是行业课题。

政府 2024 年经济结构调查的宽分类销售额为 2.164263 万亿日元，但其中还包括玩具、娱乐用品和乐器，不能与上述体育用品市场规模直接比较。 [S31][S32]

4.2｜销售增长未必转化为更高利润率

同业年度数据表明，销售规模增长并不保证利润同步改善。

以下均为各公司 2026 财年全年数据，但结算月份和业务范围不同，只适合比较大致盈利水平：

- ゼビオホールディングス（体育用品零售集团）：2026 年 3 月期销售额 2523.31 亿日元，营业利润 23.70 亿日元，营业利润率约 0.94%。
- アルペン：2026 年 6 月期销售额 2859.54 亿日元，营业利润 85.43 亿日元，营业利润率约 2.99%。
- ヒマラヤ：2026 年 8 月期销售额 610.99 亿日元，营业利润 2.90 亿日元，营业利润率约 0.47%。

ヒマラヤ称，暖冬后的库存处置压低了 2026 年 8 月期毛利率，削减费用才使营业利润同比增长。对零售商而言，季节品卖不动会侵蚀毛利，销售额增长未必能覆盖门店成本。 [S08][S09][S16][S28]

4.3｜最新同期比较显示公司利润改善

最新同期比较中，公司利润改善快于可比的高尔夫零售商。

2027 年 3 月期上半财年，ゼビオホールディングス销售额同比增长 4.7%，营业利润增长 96.3%。同一期间，ゴルフ・ドゥ销售额增长 3.7%，营业利润下降 30.3%；后者业务范围和规模不同，不能据此判断市场份额。

再看同为 2026 年 7 月至 9 月的季度，アルペン销售额同比增长 9.8%，营业利润增长 230.7%；ゼビオホールディングス销售额增长 3.2%，单季仍营业亏损 0.71 亿日元。两家财年起点不同，这里只比较相同自然季度。 [S02][S05][S12][S29]

4.4｜公司处在零售端，客流和库存决定收益

公司主要处在零售端，品类组合和库存处理影响盈利。

2026 年 3 月期，集团销售额九成以上来自日本国内体育用品及用具销售。2027 年 3 月期上半财年，一般竞技运动及鞋类销售增长 9.7%，高尔夫增长 4.5%；运动服装下降 4.0%。总销售增长并不代表所有品类都在改善。

公司 2026 年 11 月 9 日公布的月次数据显示，10 月ゼビオ既有门店销售同比增长 3.2%。自 2026 年 4 月起，月次统计纳入电商仓库销售，上年同期也按同口径重算。此前上半财年全店客单价各月均高于上年，但这不能直接等同于单件商品涨价。

扩店方面，2026 年 11 月 27 日开业的スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店，为集团增加了一个销售据点；其销售、租金和投资回收仍需跟踪。同业最新季度数字尚未完成原始财报核验，行业供需缺口及商品价格变动也缺少可比数据。 [S01][S02][S04][S13]

05｜护城河判断

5.1｜门店网络是现有优势，但还不足以证明护城河

集团已有覆盖多个业态的门店网络，但规模本身不能保证高利润。

截至 2026 年 9 月底，集团统计门店为 980 家，较期初增加 8 家。出店数包含东南亚部分门店新增纳入统计的影响，不能把增加的门店全部视为新开店。

门店网络为销售和接触顾客提供了现成渠道，新进入者要建立类似网络也需要投入。但现有资料不足以证明这些门店有独占位置，或能持续获得高于竞争对手的回报。 [S02]

5.2｜品类组合有支撑，盈利贡献仍需验证

一般运动和高尔夫业务支撑销售，但各品类的盈利能力尚不清楚。

2027 年 3 月期上半财年，一般竞技运动及鞋类销售 525.55 亿日元，占集团销售额 40.4%，同比增长 9.7%；高尔夫销售 413.81 亿日元，占 31.8%，同比增长 4.5%。两类商品共同支撑了集团销售增长。

2026 年 3 月期，高尔夫业务子公司株式会社ゴルフパートナー的单体经常利润为 23.11 亿日元。但子公司单体数据不能替代集团分部利润，也不能据此认定高尔夫品类整体具有定价优势。 [S02][S13]

5.3｜规模尚未转化为突出的利润率

销售规模提供经营基础，但同业对比尚未显示明显的利润率优势。

2026 年 3 月期，ゼビオホールディングス营业利润为 23.70 亿日元，销售额为 2,523.31 亿日元，营业利润率不足 1%。株式会社アルペン 2026 年 6 月期的营业利润率约为 3.0%。

两家公司财年和业务构成不同，不能把差距全部归因于竞争力。但集团规模较大，并未在这组全年数据中转化为更高的利润率。

ゼビオホールディングス 2027 年 3 月期上半财年营业利润率升至 3.0%。不过，2026 年 7 月至 9 月单季仍录得 0.71 亿日元营业亏损，利润改善能否持续还有待观察。 [S16][S28][S02]

5.4｜新店与线上渠道可能增强优势

新店和线上渠道可能扩大触客范围，但投资回报与客户留存尚未得到验证。

2026 年 11 月 27 日，スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店在福島県伊達市开业，店内集结 L-Breath 和 X'tyle 等业态。这是スーパースポーツゼビオ约 15 年来首次在福島県新开店，增加了当地销售机会，但单凭开业不能判断盈利。

线上销售也可能扩大覆盖范围。2026 年 11 月 9 日公布的月次数据显示，ゼビオ株式会社 10 月既有门店销售同比增长 3.2%；该同比口径已纳入 EC 仓库销售，上年同期也按同一基准重算，因此不能据此单独判断线下客流或线上复购。

需要继续跟踪的缺口包括新店销售、租金和投资回收期，以及各品牌、品类和线上渠道的利润、复购率与库存周转。 [S01][S04][S13]

06｜财务质量与现金流

6.1｜借款不高，但库存占用了大量资金

上半财年末现金多于借款，库存仍是资产负债表的主要风险。

截至 2026 年 9 月 30 日，集团现金及存款为 197.27 亿日元，较 2026 年 3 月末增加 39.19 亿日元。短期和长期借款合计 27.91 亿日元，现金超过这两项借款 169.36 亿日元；这一比较未计入租赁负债。

同期库存为 879.54 亿日元，较 2026 年 3 月末增加 4.10 亿日元，约占总资产的 44%。库存规模较大，若季节商品销售不及预期，折价和减值可能侵蚀毛利，并拖慢资金回收。 [S02]

6.2｜上半年利润改善，但季度表现不均

利润增长主要来自费用率下降，单季亏损仍显示盈利波动。

2026 年 11 月 13 日公布的 2027 年 3 月期上半财年业绩显示，销售额同比增长 4.7%至 1301.39 亿日元，营业利润增长 96.3%至 38.77 亿日元。销售及管理费用仅小幅增加，费用率从上年同期的 36.8%降至 35.4%，营业利润率为 3.0%。

季度差异也很明显：2026 年 4—6 月营业利润为 39.49 亿日元，7—9 月转为营业亏损 0.71 亿日元。后续利润仍取决于销售、毛利和费用能否在不同季节保持配合。 [S02][S03]

6.3｜全年净利润目标仍需解释

上半年营业利润超出预测，但全年净利润目标仍有较大缺口。

上半财年营业利润比公司 2026 年 5 月 15 日的预测高 7.77 亿日元，销售额却低 9.61 亿日元。利润超预期主要伴随费用控制，不能直接当作销售全面转强。

公司 2026 年 11 月 13 日公布的 2027 年 3 月期全年指引为营业利润 70 亿日元、归母净利润 75 亿日元。扣除上半年已实现的 38.77 亿日元和 23.61 亿日元，下半年分别需要 31.23 亿日元和 51.39 亿日元；净利润目标的具体来源仍需跟踪。

上一财年利润受特别损失拖累。2026 年 3 月期特别损失合计 73.72 亿日元，其中减值损失 36.10 亿日元，全年归母净亏损 21.64 亿日元。 [S02][S15][S16]

6.4｜经营现金流改善，投资回收仍待观察

经营现金流改善并覆盖投资流出，但不宜将上半年表现直接年化。

2027 年 3 月期上半财年经营现金流为 79.42 亿日元，上年同期为 31.67 亿日元；投资现金流流出 23.54 亿日元，上年同期流出 69.95 亿日元。两项相抵后为净流入 55.88 亿日元，资金状况较上年同期改善。

同期资本开支为 26.40 亿日元，低于 30.78 亿日元的折旧费；公司支付股息 7.24 亿日元。2026 年 11 月 27 日，スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店开业，新增了观察门店投资回收的项目，但不能凭开业推断收益。

后续重点跟踪库存减值、全年净利润来源，以及新店销售、租金和投资回收情况。公司预计于 2027 年 2 月中旬公布第三季度业绩。 [S02][S01][S23]

07｜股东、董事与治理

7.1｜资本回报仍低于公司所列的资本成本

资本效率是管理层需要解决的首要问题。

ゼビオホールディングス 2026 年 3 月期净资产收益率为负 1.8%，公司披露的同期股东资本成本为 3.6%。股东投入的资本在该年度未获得正回报，利润改善仍需转化为持续的资本回报。

公司在 2026 年 6 月 25 日提交的年度报告中提出，通过增长投资、业务组合管理、压缩投入资本、灵活回购和长期稳定分红改善资本效率。不过，已读披露没有给出量化净资产收益率目标和完成时点。 [S13]

7.2｜分红维持稳定，但投资回报仍需检验

股息暂时维持不变，新投资的回收表现更重要。

公司 2026 年 11 月 13 日公布的 2027 年 3 月期全年股息预测为每股 35 日元，与 2026 年 3 月期实绩相同，其中上半财年及期末各 17.5 日元。分红预测不等于已经支付；上半财年现金流量表记录的股息支付额为 7.24 亿日元。

2027 年 3 月期上半财年设备投资为 26.40 亿日元，低于同期 30.78 亿日元的折旧。2026 年 11 月 27 日，スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店（体育用品店）开业，为スーパースポーツゼビオ约 15 年来首次在福島県开设新店。新店能否带来足够利润，取决于销售、成本和投资回收情况。 [S02][S24][S01]

7.3｜现金状况改善，库存仍占用资本

上半财年现金流改善，但库存仍是资本纪律的重点。

2026 年 11 月 13 日公布的业绩资料显示，2027 年 3 月期上半财年经营现金流为 79.42 亿日元，上年同期为 31.67 亿日元；投资现金流流出 23.54 亿日元，上年同期流出 69.95 亿日元。经营流入增加、投资流出减少，为分红和后续投资提供了更多现金空间。

截至 2026 年 9 月末，现金及存款为 197.27 亿日元，短期和长期借款合计 27.91 亿日元；同期库存为 879.54 亿日元，较 2026 年 3 月末增加 4.10 亿日元。借款压力之外，季节商品销售和库存减值仍会影响现金回收。 [S02]

7.4｜股东结构和治理安排仍需核实
主要股东、管理层和董事会安排暂不能作出判断。

公司信息列表记载，2025 年 11 月 18 日发布过人事变动公告，但现有内容未列出具体人员或生效日期。列表还显示，公司于 2026 年 10 月 20 日刊载 2026 年 3 月期综合报告；其中的治理细节尚未逐项核实。

后续需要补充核对：

- 主要股东名单、持股比例及其变化。
- 管理层成员、职责分工，以及董事会和独立董事安排。
- 回购的具体计划和资本回报目标。
- 伊達店开业后的销售、成本与投资回收情况。 [S07][S13][S01]

08｜资本政策

8.1｜年度分红维持每股 35 日元
公司维持年度分红预测，但下半年盈利仍关系到资金安排。

2026 年 11 月 13 日公布的 2027 年 3 月期指引显示，预计全年每股分红 35 日元，与 2026 年 3 月期相同。上半财年和下半财年各为 17.5 日元。

同期公司预计全年归母净利润 75 亿日元，上半财年实际为 23.61 亿日元。全年目标仍需下半年贡献利润，后续应关注业绩和分红预测是否调整。 [S02][S24]

8.2｜经营现金流改善，但库存占用资金
上半财年现金流改善，为投资和分红提供了资金。

2027 年 3 月期上半财年经营现金流为 79.42 亿日元，上年同期为 31.67 亿日元。同期投资现金流净流出 23.54 亿日元，支付股息 7.24 亿日元。

截至 2026 年 9 月末，现金及存款为 197.27 亿日元，短期和长期借款合计 27.91 亿日元。但库存达 879.54 亿日元，较 2026 年 3 月末增加 4.10 亿日元。季节商品销售和库存减值会影响后续可用于投资及股东回报的资金。 [S02]

8.3｜资本效率有改善压力，回购规模未定
公司提出回购方向，但资本回报改善仍缺少量化目标。

2026 年 6 月 25 日提交的年度证券报告书显示，2026 年 3 月期净资产收益率为负 1.8%，公司披露的股东资本成本为 3.6%。股东回报低于资本成本，资金配置面临改善压力。

公司提出通过成长投资、业务组合管理、压缩投入资本、灵活回购及长期稳定分红改善资本效率。已读披露未给出量化净资产收益率目标或完成时间，也未确认具体回购规模和期限。 [S13]

8.4｜新店投资的回收情况仍待观察
新店可能扩大销售，但其投资回报尚不能判断。

ゼビオ株式会社于 2026 年 11 月 24 日公告，11 月 27 日在福島県伊達市开设スーパースポーツゼビオイオンモール伊達店。这是该业态约 15 年来首次在福島県开新店，但开业后的销售、租金及投资回收尚未披露。

还需跟踪具体回购计划、增资及并购事项，以及新店和其他投资的资金需求。现有资料不足以判断这些事项的规模或时间。 [S01][S26]

09｜估值与安全边际

9.1｜低市净率不能单独证明便宜
估值要同时看买入价格、资产质量和资本回报。

市净率（PBR）衡量股价相对于每股净资产的水平，市盈率（PER）衡量股价相对于每股盈利的水平。前者要看账面资产能否创造回报，后者要看利润是否可持续。

2026 年 6 月 25 日提交的年报显示，2026 年 3 月期净资产收益率（ROE）为负 1.8%，公司披露的股东资本成本为 3.6%。即使市净率较低，也不能仅凭账面净资产判断股价便宜；持续回报低于资本成本，会削弱资产对估值的支撑。 [S13]

9.2｜利润恢复会改变市盈率的参考价值
盈利从亏损转向恢复时，市盈率容易出现误导。

2026 年 3 月期，ゼビオホールディングス归母净亏损 21.64 亿日元；其中计提减值损失 36.10 亿日元，固定资产处置损失 23.66 亿日元。亏损年份的市盈率不适合用来衡量正常盈利能力。

2026 年 11 月 13 日公布的 2027 年 3 月期公司指引预测归母净利润 75 亿日元。同期公布的上半财年实际归母净利润为 23.61 亿日元，全年目标对应下半财年还需实现 51.39 亿日元。预测市盈率即使能够计算，也依赖下半年利润达到目标。 [S02][S03][S15][S16]

9.3｜现金和借款差额提供缓冲，库存仍需检验
现金多于借款提供财务缓冲，但库存价值仍是关键。

截至 2026 年 9 月 30 日，现金及存款为 197.27 亿日元，短期和长期借款合计 27.91 亿日元，两者相差 169.36 亿日元；这一差额未扣除租赁负债及其他负债。较少的银行借款有助于降低偿债压力，但不能等同于可全部分配的现金。

同日库存为 879.54 亿日元，高于 2026 年 3 月末的 875.43 亿日元。上半财年经营现金流为 79.42 亿日元，高于上年同期的 31.67 亿日元；如果季节商品滞销，需要折价或计提减值，库存的账面价值和现金回收都可能承压。 [S02][S15]

9.4｜安全边际要靠利润和投入回报支撑

安全边际取决于买入价格，也取决于后续经营。

2026 年 11 月 9 日公布的 10 月月次显示，ゼビオ株式会社既有门店销售同比增长 3.2%。这一数据延续了 9 月的增长，但自 2026 年 4 月起已纳入电商仓库销售，上年同期也按相同口径重算，不能直接代表集团全部业务。

2026 年 11 月 27 日，スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店开业，为当地销售提供新增机会，但租金和投入也需要销售回报覆盖。新店开业改变了门店拓展的近期进度，还不能据此认定投资回报已经改善。

行情数据显示，2026 年 11 月 19 日收盘价为 1164 日元。截至 2026 年 11 月 28 日，估值所需的一级来源股价、总市值及每股盈利尚未取得，无法给出可靠的市净率、预测市盈率或股息率。新店销售、利润和投资回收期，以及各品牌和电商渠道的盈利贡献，也需要继续跟踪。 [S04][S01][S02][S13]

10｜Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1｜长期走势仍处于历史低价区

股价从历史高位回落多年，目前仍在长期低价区运行。

月线图从 1988 年前后开始，覆盖时间早于 2001 年 1 月起的行情数据。图上最高峰出现在 1990 年，约 5200 日元；此后虽有大幅反弹，却未回到该峰值。

几个长期转折决定了当前位置：

- 1990 年高点后，股价回落，1998 年触及约 700 日元区域。
- 2006 年再次冲高，图上高点约 4800 日元；行情数据记录该年 3 月高点为 5940 日元。

- 2006 年后股价再度下行，2015 年前后反弹至约 2600 日元，随后重新走弱。
- 2020 年再次接近约 700 日元区域，之后反弹，但高度仍低于此前长期波段高点。

图上 1998 年与 2020 年的低点十分接近，不能仅凭图像判定哪一次更低。行情数据中的 2020 年 11 月 669 日元，是其覆盖期内低点，不能直接称为全历史最低价。

10.2｜近五年反弹仍受上方压力限制

近五年股价走出低点，但还没有突破更大的下行结构。

行情数据显示，股价在 2022 年 5 月触及 825 日元，随后升至 2025 年 3 月的 1363 日元。这个高点只属于近五年，离图上的历史高位仍有明显距离。

2026 年的价格波动则集中在更窄的范围：

- 5 月低点 951 日元，是数据所列近一年低点。
- 8 月高点 1251 日元，是数据所列近一年高点；当月收盘 1160 日元，未能收在高点附近。
- 9 月收盘 1107 日元，10 月收盘 1077 日元，反弹后的涨幅有所回吐。
- 11 月 19 日收盘 1164 日元，重新回到 8 月月收盘附近，但仍低于 8 月高点。

1251 日元因此是近期首要压力位，1363 日元是更远的压力位。只有突破后继续站稳，才能把反弹看作向上打开空间；单月触及高点并不足以确认突破。

10.3｜短期反弹改善，长期均线仍在上方

图上价格回到短中期均线上方，但长期趋势尚未转强。

截至 2026 年 11 月 19 日，行情数据收盘为 1164 日元。较晚生成的月线图显示 11 月最新价格为 1127 日元；两个数字日期不同，不能当作同日收盘互相替代。

图上月线指标为观察支撑和压力提供了参照：

- 9 月、12 月指数均线均为 1096 日元，24 月均线为 1099 日元；60 月均线为 1114 日元，集中在 1100 日元附近。
- 布林带中轨为 1100 日元，上轨为 1230 日元，下轨为 971 日元；图示价格高于中轨，仍低于上轨。
- 200 月均线位于约 1420 日元，仍在股价上方，长期上方压力尚未解除。
- MACD 两线贴近零轴，柱体略为正值；动能有所改善，但还不足以单独证明长期上涨趋势形成。

11 月 19 日的 1164 日元高于短中期均线区域，但图上最新价格已回到更靠近该区域的位置。后续回踩时能否守住 1100 日元附近，比只看某一天的反弹更重要。

10.4｜先看 1100 日元支撑，再看 1251 日元压力

技术裁决是反弹中的区间整理，暂不按长期突破处理。

5 月低点 951 日元至 8 月高点 1251 日元构成近期主要波动范围。11 月 19 日收盘 1164 日元处于该范围上半部，但尚未突破 8 月高点；图上最新的 1127 日元也仍在范围内。

接下来的价格条件分三档看：

- 守住 1100 日元附近：短中期均线支撑仍在，股价可继续测试上方压力。
- 突破并站稳 1251 日元：近期反弹有望向 2025 年高点 1363 日元推进；还要观察量价是否配合。
- 跌破 1100 日元并持续走弱：需留意 10 月低点 1044 日元，以及 5 月低点 951 日元附近的支撑。

成交量方面，2026 年 8 月月成交量为 288.97 万股，9 月为 353.45 万股，10 月降至 248.16 万股。9 月放量但月收盘下跌，不能把当时的放量直接解释为向上突破。

2026 年 11 月 13 日公布的上半财年营业利润高于公司此前预测；当日股价收于 1088 日元，11 月 16 日收于 1135 日元。价格与财报时间相邻，但不能仅据此认定财报造成上涨。

图示价格与行情数据在历史覆盖期、部分高点读数及最新日期上存在差异，价格口径差异的原因仍待核实。11 月月线尚未结束，月收盘、成交量及指标状态仍可能变化。 [S02]

10.5｜图表与行情数据核对

正文以 TradingView 月线全历史图为准，行情数据用于有明确日期的精确价格。

- 数据：行情数据从 2001 年 1 月开始；数据覆盖期内高点为 2006 年 3 月 5940 日元；图：图上首根月线约在 1988 年 4 月；最高峰出现在 1990 年，约 5200 日元。2006 年高点约 4800 日元；处理：长期历史范围及最高峰所在时期采用图示；2006 年精确数值采用行情数据，同时保留图上近似读数。两者价格口径差异的原因待核实。
- 数据：2001 年起的数据覆盖期内低点为 2020 年 11 月 669 日元；图：1998 年和 2020 年均有约 700 日元的低点，图像精度不足以确认两者孰低；处理：不将 669 日元称为全历史最低价；正文区分数据覆盖期低点与图上更早的低价区域。
- 数据：2026 年 11 月 19 日收盘 1164 日元；截至该日的 11 月月线高点为 1169 日元；图：11 月月线显示最新收盘 1127 日元、月内高点 1174 日元；图像生成时间为 2026 年 11 月 28 日；处理：采用有明确日期的 11 月 19 日收盘作为行情数据基准，并单列图上较晚快照的 1127 日元；月线尚未结束，两者不视为同日冲突。

11｜风险与催化剂

11.1｜暖冬和库存可能压低毛利

季节商品卖得慢，库存和折扣就会压低利润。

2026 年 3 月期，公司称暖冬拖累冬季商品销售，季节商品和服装表现疲弱。截至 2026 年 9 月末，集团库存为 879.54 亿日元，高于 3 月末的 875.43 亿日元。

- 风险触发：冬季需求走弱，季节库存积压，迫使公司加大折扣或计提库存减值。
- 缓解条件：冬季商品销售改善，同时库存下降且毛利率保持稳定。 [S15][S02]

11.2｜费用压力可能抵消销售增长

营业利润回升后，门店费用仍是主要压力。

2026 年 11 月 13 日公布的上半财年数据显示，2027 年 3 月期销售额同比增长 4.7%，销售及管理费用占销售额的比例从上年同期的 36.8%降至 35.4%，营业利润增长 96.3%。

但季度盈利并不均匀：一季度营业利润为 39.49 亿日元，二季度单季亏损 0.71 亿日元。如果销售放缓而人工和门店费用继续增加，利润改善可能减弱。

- 风险触发：销售增长放缓，费用占比重新上升，季度营业亏损扩大。
- 缓解条件：销售继续增长，费用占比维持下降，季度盈利改善。 [S02]

11.3｜线上业务面临信息安全风险

信息安全事件的最终损失仍可能影响线上业务。

2026 年 10 月 23 日披露的摘要显示，合并子公司 GALLERY・2 使用的第三方电商平台遭未经授权访问，客户信息可能被显示，网站已于 10 月 18 日停止。公司当时预计对合并业绩影响轻微。

- 风险触发：确认信息被外部获取、整改费用增加，或网站长期无法恢复，进而拖累销售和客户信任。
- 缓解条件：事件范围得到确认，网站恢复，且实际费用与销售损失有限。 [S06]

11.4｜全年指引需要下半年利润配合

上半财年利润超预期，提高了全年达标的把握。

2026 年 11 月 13 日公布的上半财年营业利润为 38.77 亿日元，比此前预测高 25.1%；但销售额低于预测 0.7%。同日公布的 2027 年 3 月期全年营业利润指引为 70 亿日元。

按全年指引减去上半财年实绩，下半年仍需实现营业利润 31.23 亿日元。这是根据已公布数据计算的差额，不是公司单独发布的下半年指引。

- 催化剂触发：后续季度利润支持全年指引，或公司上调预测。
- 风险触发：冬季销售或利润不及预期，公司下调全年预测。第三季度业绩预计于 2027 年 2 月中旬公布。 [S02][S03][S23]

11.5｜月次销售和新店提供后续线索

既有门店销售持续增长，才有利于巩固盈利预期。

2026 年 11 月 9 日公布的月次数据显示，ゼビオ株式会社（集团零售子公司）10 月既有门店销售额同比增长 3.2%，延续 9 月的增长。该数据自 2026 年 4 月起纳入电商仓库销售，上年同期也按同口径重算，不能直接代表整个集团。

- 催化剂触发：后续月次销售持续增长，并在集团财报中带动利润改善。
- 新店催化剂：スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店于 2026 年 11 月 27 日开业；若后续销售覆盖新增成本并取得合理投资回报，可支持扩店效果。

截至 2026 年 11 月 28 日，11 月月次销售、新店销售和投资回收数据仍待披露；信息安全事件的最终影响也有待确认。 [S04][S07][S01][S06]

12｜反常识发现

12.1｜利润超预期，主要靠费用率下降

上半财年利润大增，更多来自费用摊薄，而非毛利率明显扩张。

2026 年 11 月 13 日公布的 2027 年 3 月期（FY27/3）上半财年业绩显示，销售额为 1,301.39 亿日元，同比增长 4.7%；营业利润为 38.77 亿日元，增长 96.3%，比此前公司预测高 25.1%。

同期毛利增长 4.6%，与销售增速接近；销售及管理费用仅增加 3.02 亿日元，费用率从 36.8%降至 35.4%。销售增长带来的毛利增量，更多留在了营业利润中。

因此，后续利润不仅取决于销售能否增长，也取决于人工和门店等费用能否继续得到控制。收入增长放缓时，费用率可能重新上升。 [S02][S03]

12.2｜半年利润好转，不代表每个季度都赚钱

上半财年的高利润集中在一季度，二季度单季仍有营业亏损。

2027 年 3 月期一季度（4—6 月）营业利润为 39.49 亿日元，二季度（7—9 月）则亏损 0.71 亿日元。二季度比上年同期的 8.72 亿日元亏损收窄，但还没有转正。

两季度毛利率分别为 39.3%和 37.2%，销售及管理费用分别为 228.92 亿和 231.21 亿日元。收入和毛利下降时，费用没有同步减少，单季利润便转为亏损。

公司 2026 年 11 月 13 日公布的全年营业利润指引为 70 亿日元。上半年已完成 38.77 亿日元，剩余目标仍要靠下半年实现；冬季商品销售和促销费用会影响最终结果。 [S02][S16]

12.3｜销售增长不等于客流全面回升

月度销售回升的同时，部分月份客流仍低于上年同期。

ゼビオ株式会社 2026 年 7 月、8 月全店客流分别同比下降 2.3%和 3.8%，客单价则分别上涨 3.9%和 3.5%。9 月客流同比增长 0.3%，客单价上涨 5.3%。

公司于 2026 年 11 月 9 日公布，10 月既有门店销售同比增长 3.2%。这把销售增长延续到了上半财年之后，但仅凭销售额还不能确认客流是否持续改善。

月次销售同比自 2026 年 4 月起纳入电商仓库销售，上年同期也按相同口径重算。该数据有可比基础，但不宜简单当作纯门店客流指标。 [S02][S04][S07]

12.4｜现金流改善，库存压力仍在

经营现金流明显改善，但大额库存仍会占用资金并带来减值风险。

2027 年 3 月期上半财年经营活动现金流为 79.42 亿日元，上年同期为 31.67 亿日元；截至 2026 年 9 月末，现金及现金等价物为 197.27 亿日元。

同一时点库存为 879.54 亿日元，较 2026 年 3 月末增加 4.10 亿日元。现金流转好并不等于季节商品已经顺利售出：若商品滞销，折扣或库存减值可能压低毛利并拖慢资金回收。

公司 2026 年 3 月期业务报告已指出，暖冬影响冬季商品销售，低价销售和库存评价损失增加也压低了毛利率。 [S02][S15]

12.5｜新店增加，不宜直接推算盈利

门店数量增长和新店开业，还不足以证明扩张提高了回报。

截至 2026 年 9 月末，集团门店从期初 972 家增至 980 家。但公司说明，期间出店数包含东南亚部分门店新增纳入统计的影响，不能把净增加的 8 家全部当作实际新开门店。

2026 年 11 月 27 日，スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店开业。这是该品牌在福島県时隔约 15 年再次开设新店，为当地销售提供了新机会，但也需要销售额覆盖租金等成本，并收回投资。

还需跟踪新店客流、销售、毛利、租金和投资回收期；现有披露也未给出各品牌和电商渠道的独立利润，暂不能判断它们各自对集团盈利的贡献。 [S01][S02][S13]

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜下半财年的利润是首要验证项

下一次财报要看利润改善能否延续到下半财年。

公司预计在 2027 年 2 月中旬公布 2027 年 3 月期三季度业绩。2026 年 11 月 13 日公布的上半财年营业利润为 38.77 亿日元，超过此前预测 25.1%，但 7—9 月单季仍亏损 0.71 亿日元。

- 全年指引为 70 亿日元，上半财年已完成 38.77 亿日元；下半财年能否实现剩余的 31.23 亿日元？
- 冬季销售影响利润：销售额、毛利率和销售及管理费用率是否继续改善？
- 股东回报取决于全年经营：每股 35 日元的全年分红预测是否维持？ [S02][S03][S23][S24]

13.2｜月次销售要同时看客流和客单价

10 月既有门店继续增长，下一步要看客流能否跟上。

2026 年 11 月 9 日公布的月次数据显示，ゼビオ株式会社（零售子公司）10 月既有门店销售额同比增长 3.2%，延续了 9 月增长 5.3%的表现。

- 销售增长需要客流配合：后续各月的客流和客单价分别如何变化？
- 冬季品类影响销售结构：2027 年 3 月期上半财年同比下降 4.0%的运动服饰，以及下降 1.6%的户外及其他品类，后续是否改善？
- 同比口径影响判断：自 2026 年 4 月起，月次数据纳入电商仓库销售，上年同期也已重算；新数据能否继续按相同口径比较？ [S02][S04][S07]

13.3｜库存和现金流要一起看

库存金额仍高，冬季销售后的回款和减值需要复核。

截至 2026 年 9 月 30 日，库存为 879.54 亿日元，较 3 月末增加 4.10 亿日元。2027 年 3 月期上半财年经营现金流为 79.42 亿日元，高于上年同期的 31.67 亿日元。

- 库存占用资金：冬季过后，库存金额是否下降，经营现金流能否保持改善？
- 滞销可能压低毛利：季节商品是否需要增加折扣或计提库存减值？

- 费用影响利润：人工成本和门店费用上涨，会否抵消销售增长带来的收益？ [S02][S15]

13.4｜新店与电商事件要看实际结果
新店扩张和电商风险，仍要等经营数据确认。

2026 年 11 月 27 日，スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店在福島県伊達市开业。这为当地销售增加了新渠道，但尚不能据此判断投资回报。

- 新店投入会带来固定成本：开业后的销售、毛利、租金和投资回收期何时披露？
- 电商中断可能影响销售和客户信任：2026 年 10 月 18 日停止运营的 GALLERY・2 电商网站何时恢复？最终影响范围和整改费用是多少？ [S01][S06]

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜50.7/100 分、C 级：盈利持续性和估值缺口拉低判断，现金状况与门店网络提供支撑
Kabugami 评分 V3.2：50.7/100 分，评级 C（40 至 54.9 分档）。

动作：WATCH（观望）：暂不追高，先等冬季经营和估值数据。依据：2027 年 3 月期上半财年营业利润超出原预测 25.1%，但二季度单季仍亏损。翻转条件：下半年利润达到全年指引所需水平且库存风险可控，可转向积极；销售转弱或利润持续受压，则下修判断。[S02]

各模块得分/满分：

- 财务韧性与下行防御 9.1/13 分：截至 2026 年 9 月末，现金及存款 197.27 亿日元，短期和长期借款合计 27.91 亿日元；上半年经营现金流 79.42 亿日元，为偿付和投资提供缓冲。但现金与借款的差额未扣除租赁负债，不能全部视为可分配资金。（S02）
- 竞争优势与结构耐久性 6.3/14 分：截至 2026 年 9 月末，集团有 980 家门店，多业态网络提供了销售渠道。2026 年 3 月期营业利润率不足 1%，低于アルペン 2026 年 6 月期的 3.0%；财年和业务范围不同，但现有数据仍不足以证明规模带来持续竞争优势。（S02、S16、S28）
- 盈利质量、现金转化与资本效率 8.5/17 分：2027 年 3 月期上半年营业利润增至 38.77 亿日元，主要受销售增长和费用率下降推动。但二季度单季仍亏损 0.71 亿日元，全年 75 亿日元净利润目标所需的下半年利润来源也待解释，持续性尚未确认。（S02）
- 商业结构、产品、客户与关键依赖 6.05/11 分：2027 年 3 月期上半年一般竞技运动及鞋类销售增长 9.7%，高尔夫增长 4.5%，支撑了集团销售。但运动服装下降 4.0%，2026 年 7 月和 8 月全店客流也分别下降 2.3%和 3.8%；客户复购、供应商集中度及各品类利润仍不清楚。（S02）
- 估值与安全边际 6.75/15 分：截至 2026 年 11 月 28 日，可靠的总市值、预测市盈率和市净率仍是缺口，无法判断买入价格是否提供安全边际。2026 年 3 月期净资产收益率为负 1.8%，账面资产的盈利能力有待修复；价格和倍率补齐后仍需重新判断。（S13）
- 资本配置与股东回报 5/10 分：公司 2026 年 11 月 13 日预计 2027 年 3 月期每股分红 35 日元，与上年持平，并提出灵活回购及压缩投入资本。稳定分红为股东提供现金回报，但具体回购规模、净资产收益率目标和完成时间尚未确认，新店投资回收也待检验。（S02、S13、S01）
- 治理、所有权与管理层 3.15/7 分：治理判断受到信息缺口限制。公司 2026 年 6 月 25 日提交的年报提出改善资本效率，但已读内容未给出量化净资产收益率目标或完成时点。主要股东、独立董事和董事会安排尚待核实，不能据此认定治理失效，也无法确认监督是否有效。（S13、S07）

- Kabugami 技术结构 5.85/13 分：第 10 章显示，股价自长期高位回落后仍处低价区；2022 年低点 825 日元反弹至 2025 年高点 1363 日元，但更大的下行结构尚未突破。2026 年 11 月 19 日收盘 1164 日元仍低于 8 月高点 1251 日元，新一轮长期上涨尚未确立。

15｜来源与合规

合规与风险声明

本报告由 Kabugami 研究流程生成，仅供研究参考，不构成投资建议或买卖推荐。文中数据以所列一级来源为准；来源发布后可能更新，读者应以最新公告为准。投资有风险，决策请自行判断。

15.1｜正文引用的来源

[S01] 一级·公司/交易所｜ゼビオグループ／ゼビオ株式会社｜「スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店」2026 年 11 月 27 日(金)GRAND OPEN!｜2026-11-24｜新闻｜https://www.xebio.co.jp/wp-content/uploads/2026/11/xebio_date_20261124-1.pdf

[S02] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜2027 年 3 月期第 2 四半期(中間期) 決算発表資料｜2026-11-13｜決算説明資料｜https://www.xebio.co.jp/wp-content/uploads/2026/11/668a1e65449e3557d3be35e17477adbc.pdf

[S03] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社／東京証券取引所｜2027 年 3 月期 第２四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-11-13｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/82810/140120261111574515.pdf

[S04] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜月次データ — XEBIO GROUP｜2026-11-09｜月次｜https://www.xebio.co.jp/ja/ir/monthly.html

[S05] 一级·公司/交易所｜Komori.app（适时开示资料转载页面）｜2027 年６月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-11-05｜同业财务｜https://komori.app/company/3028/disclosure/20261104564749

[S06] 一级·公司/交易所｜Japan IR（TDnet 適時開示の掲載・要約）｜第三者が運営する EC プラットフォームで発生した不正アクセスによる 当社連結子会社の個人情報漏えいの可能性に関するお知らせ｜2026-10-23｜適時開示｜https://japanir.jp/company/company-8281/ir/8281-20261023-01_wp_disclosure_update/

[S07] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜最新情報一覧 — XEBIO GROUP｜2026-10-20｜会社 IR｜https://www.xebio.co.jp/ja/news.html

[S08] 一级·公司/交易所｜株式会社ヒマラヤ／東京証券取引所｜2026 年８月期 決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-10-15｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/75140/081220261015551496_tse-acedjpsm-75140-20261015375140-ixbrl.htm

[S09] 一级·公司/交易所｜株式会社ヒマラヤ｜2026 年 8 月期決算説明資料｜2026-10-15｜決算説明資料｜https://www.hmry.jp/wp-content/uploads/2026/10/hmry_document_202608_04.pdf

[S12] 专业媒体｜株探｜ゴルフ・ドゥ、上期経常が 27%減益で着地・7-9 月期も 81%減益｜2026-11-13｜同业财务｜https://s.kabutan.jp/news/k202611130070/

[S13] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社／金融庁 EDINET｜有価証券報告書｜2026-06-25｜有価証券報告書｜https://disclosure2dl.edinet-fsa.go.jp/searchdocument/pdf/S100YJT6.pdf

[S15] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜事業報告（2025 年 4 月 1 日から 2026 年 3 月 31 日まで）｜2026-06-02｜会社 IR｜https://www.xebio.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/d7bdd89e2bf8d69f953cbb326b0f03cc.pdf

[S16] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜2026 年 3 月期 決算発表資料｜2026-05-15｜決算説明資料｜https://www.xebio.co.jp/wp-content/uploads/2026/05/8da3da4ccf4ee55ab385e3b8259bb34a.pdf

[S20] 其他网页｜イオンモール株式会社｜〜福島県最大級のイオンモールが誕生〜「イオンモール伊達」１１月２７日（金）ＡＭ９：００ グランドオープン！｜2026-11-27｜新闻｜https://www.aeonmall.com/news/index/16845/

[S23] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜IR カレンダー｜日期未标｜会社 IR｜https://www.xebio.co.jp/ja/ir/calendar.html

[S24] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜配当について｜日期未标｜会社 IR｜https://www.xebio.co.jp/ja/ir/dividend.html

[S26] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜IR トップ — XEBIO GROUP｜日期未标｜会社 IR｜https://www.xebio.co.jp/ja/ir/

[S28] 一级·公司/交易所｜株式会社アルペン｜財務ハイライト（連結）｜日期未标｜公司 IR｜https://store.alpen-group.jp/corporate/ir/finance/highlight/

[S29] 一级·公司/交易所｜株式会社アルペン｜決算資料｜日期未标｜公司 IR｜https://store.alpen-group.jp/corporate/ir/library/financial/

[S31] 一级·政府统计｜総務省統計局・経済産業省｜「2024 年経済構造実態調査」 三次集計結果 産業横断調査（事業所に関する集計） 結果の概要｜日期未标｜行业统计｜https://www.stat.go.jp/data/kkj/kekka/pdf/2024gaiyo3.pdf

[S32] 其他网页｜株式会社 帝国データバンク｜「スポーツ用品小売」業界動向調査（2024 年度）｜2026-02-05｜专业媒体｜https://www.tdb.co.jp/report/industry/20260205-sportinggoodsretailer2024/

15.2｜已检索但正文未引用的来源

[S10] 一级·政府统计｜総務省統計局｜経済構造実態調査 調査の結果｜2026-10-28｜行业统计｜https://www.stat.go.jp/data/kkj/kekka/

[S11] 专业媒体｜株探｜ゼビオＨＤ、上期経常は 42%増益で上振れ着地｜2026-11-13｜专业媒体｜https://s.kabutan.jp/news/k202611130075/

[S14] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜第 54 期事業報告書｜2026-06-02｜株主通信｜https://www.xebio.co.jp/wp-content/uploads/2026/06/HEART_54th.pdf

[S17] 一级·公司/交易所｜株式会社ゴルフ・ドゥ／名古屋証券取引所｜2026 年 3 月期決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-05-13｜決算短信｜https://www.release.tdnet.info/inbs/140120260430514415.pdf（未在检索记录中复核）

[S18] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜2026 年 3 月期第 3 四半期決算発表資料｜2026-02-13｜決算説明資料｜https://www.xebio.co.jp/wp-content/uploads/2026/02/545aaf6387eca35db9c3bb1cf7ceccba.pdf

[S19] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜第 54 期中間事業報告書｜2025-12-08｜株主通信｜https://www.xebio.co.jp/wp-content/uploads/2025/12/f3e21edeb5e558d44cc60827a86c00d4.pdf

[S21] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜2026 年 3 月期第 2 四半期決算発表資料｜2025-11-14｜決算説明資料｜https://www.xebio.co.jp/wp-content/uploads/2025/12/eb8e33049f007867cdea4c1ecdc6fcea-1.pdf

[S22] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜IR ライブラリー — XEBIO GROUP｜日期未标｜公司 IR｜https://www.xebio.co.jp/ja/ir/library.html

[S25] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜会社概要・役員一覧｜日期未标｜会社 IR｜https://www.xebio.co.jp/ja/company/profile.html

[S27] 一级·公司/交易所｜ゼビオホールディングス株式会社｜情報開示方針｜日期未标｜会社 IR｜https://www.xebio.co.jp/ja/ir/disclosure.html

[S30] 一级·公司/交易所｜株式会社ゴルフ・ドゥ｜IR カレンダー｜日期未标｜公司 IR｜https://www.golfdo.co.jp/ir/calendar/

15.3｜来源质量与新鲜度检查

来源 32 条（一级官方 28 条，占比 88%）；带发布日期 22 条；90 天内 13 条，14 天内 2 条；转载站链接 0 条（已替换为官方原文 1 条）。

检索中浏览过的网页 235 个；事实 77 条。

缺少的来源类型：无

验收：sources=20 ✓；official_ratio=0.5 ✓；within90=6 ✓；within14=1 ✓；no_mirrors ✓；required_types ✓

分阶段检索成本：R0P $0.0461；R0A $0.0762；R0B $0.0705；R0C $0.0725；R0D $0.0500

15.5｜Research Stop 与主要 UNKNOWN

・2026 年 3 月期の最新有価証券報告書およびその後の半期報告書：公司 IR 库及其法定披露说明页已检索；IR 日历列出有価証券報告書于 2026-06-25 发布，但本次未能读取该报告的原文正文或 EDINET 对应公司提交文件，因此未从其提取数据。

・2027 年 3 月期第 2 四半期の法定決算短信原文：检索公司 IR 库、最新情報一覧及官方站内 PDF 后，实际读取的是 2026-11-13 決算発表資料；未取得并打开独立的決算短信原文。

・2025-11-28 至 2026-11-28 全部重要適時開示（业绩修正、并购、回购、分红变更、诉讼、人事等）的完整逐件清单：已查公司 IR 最新情報一覧和 IR 库，但未能读取限定域内 TDnet 结果并逐项核验，故不能据此断言期间内不存在其他公告。

・半期報告書：公司 IR 信息披露页说明此类法定文件通过 EDINET 披露；本次未能读取 2026 年 3 月期后续半期報告書原文。

・最新月次数据已读取至 2026 年 10 月度；截至研究截止日 2026-11-28，页面未显示 2026 年 11 月度数据。

・2027 年 3 月期中間期决算说明资料提供商品分类销售，但本次读取到的资料未提供可核验的报告业务分部收入、分部利润及分部现金流明细；商品分类不可等同于会计报告分部。

・公司 IR 库中可见 2027 年 3 月期第 1 四半期決算発表資料（2026-08-14），但本次未成功打开其原文 PDF，故未作为单独来源提取季度数据。

・近四个财务披露期间的完整法定决算短信序列及各期现金流量表细目未能全部读取；本事实库以已打开的决算発表資料、年度事業報告和中间期资料为限。

・2025 年経済構造実態調査では 2026 年 10 月 28 日に三次集計が公表されているが、今回実際に読めた資料からは「スポーツ用品・がん具・娯楽用品・楽器小売業」の該当売上額を確認できず、2024 年政府統計との前年比較は未確定。

・政府統計の 2,164,263 百万円はスポーツ用品単独ではなく、玩具・娯楽用品・楽器を含む分類値。TDB の 1 兆 5,339 億円はスポーツ用品小売の事業者売上高ベース推計であり、対象・算定方法が異なるため、両数値を同一市場系列として接続できない。

・株式会社アルペンの 2027 年 6 月期第 1 四半期、および株式会社ゴルフ・ドゥの 2027 年 3 月期第 2 四半期について、IR 掲載・発表時期は確認したが、決算短信の財務数値を一次資料から今回読み取れていない。各社の最新報告期の売上高、営業利益、増減率、営業利益率は未確定。

・矢野経済研究所のメーカー出荷市場推計、JASPO 統計、競技別の参加人口・用品需要、価格・仕入コストの定量系列は今回確認できていない。

・株式会社アルペン、株式会社ヒマラヤ、株式会社ゴルフ・ドゥの決算期・事業構成が異なる。年度実績の数値は同一会計期間・同一小売範囲へ揃えた市場シェア比較ではない。

・「GALLERY・2」EC 事件的最终受影响人数、信息是否实际被外部取得、网站恢复时间及对销售和整改费用的量化影响，现有已读材料不足以确认。

・「スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店」开业后的客流、销售额、毛利、租金及投资回收期尚无已读披露。

・統合報告書（2026 年 3 月期）的具体治理、资本成本或资本配置目标未在本阶段逐项核读。

・本次读取的公司月次页显示 2026 年 11 月月次数据尚为空，故截至研究截止日未核实 2026 年 11 月销售同比。

・2027 年 3 月期半期報告書的 EDINET 原文及其业务、风险和法定披露细节，本次仍未读到。

・各报告业务分部的收入、分部利润及分部现金流，以及主要品牌、品类、EC 渠道各自盈利贡献；子公司单体损益不能替代分部数据。

・2026 年 4 月起纳入 EC 倉庫売上的月次口径变化对客单价、复购、库存周转和毛利率的影响；月次同比重算不能单独证明这些因果关系。

・2025 年経済構造実態調査三次集计中相关零售分类的实际年間商品販売額及其与 2024 年同口径可比性；目前只核验到公布日期和集计范围。

・矢野経済研究所制造商出荷额、JASPO 公开统计、竞技人口及运动用品价格等可与零售额对照的定量序列。

・アルペン 2027 年 6 月期第 1 四半期以及ゴルフ・ドゥ 2027 年 3 月期中間期决算数字的原始发行人或交易所 PDF，本次未能打开；对应数字来自已读转载页面或专业媒体，不能视为完成一级来源核验。

・ヒマラヤ最新期间与各同业在库存周转、EC 销售口径、同店销售、门店坪效及资本回报方面的同口径对比。

・最新治理报告、董事会有效性、政策持股、资本成本和资本配置定量目标的逐项核验；有価証券報告書披露了 FY2026 的株主資本コスト与 ROE，但没有在本次读到的内容中确认目标期限。

・第三方 EC 平台「Commerble」事件的发行人官方原文网址、最终受影响人数、是否发生外部获取及量化损失；现有摘要中该来源是转载页面，未能替换为已实际打开的官方原文。

・「スーパースポーツゼビオ イオンモール伊達店」开业后的销售、毛利、固定成本和投资回收数据；截至 2026 年 11 月 28 日，本次未读到开业后经营披露。

・天气、暖冬、少雪、赛事、汇率及采购成本对公司各品类实际销量、售价和毛利率的分别影响，尚无本次核验到的可归因量化数据。

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。