9993（株)ヤマザワ（YAMAZAWA CO., LTD.）

Kabugami V3.2 48.7/100 · C

这家公司是做什么的

株式会社ヤマザワ（9993）以食品超市为核心，同时经营药店和食品制造，主要服务山形県与宮城県。（S19、S31）

最近亮点

2026年11月20日，公司公告计划于12月4日以ヤマザワ清住町店为据点新增移动超市「とくし丸」，计划开业后两县合计运营31台；单车盈利尚未披露。11月13日发布的业绩说明视频没有新增业绩数字或…

资料截止 2026-11-27 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勸诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-11-27
研究规则版本 SHA	6af747269a488541d7610ee7de0fca2acaf880ae
评分版本	V3.2
发布源 SHA	b1454058566a46f7b2a5378aceda67c8c98972f2
交付代码版本 SHA	b1454058566a46f7b2a5378aceda67c8c98972f2
交付运行时指纹	6daf86ce11a5ec5436123767f3c40e5e29c967c9aa5b52fad5b0a02cb2059b68

先看研究要点

为什么值得研究	2027 年 2 月期上半财年营业利润增长 14.1%，药店亏损收窄、食品制造转盈；公司随后将全年营业利润预测由 7 亿上调至 11 亿日元。（S08、S09）
最需要担心什么	2026 年 10 月既有门店销售下降 0.3%，客单价下降 0.8%；滚动年度既有门店人工成本上涨 3.9%。若销售持续偏弱且省工不足以抵消工资上涨，利润修复可能受阻。（S06、S30）
Kabugami 现在怎么看	利润修复已有进展，但销售恢复和现金流改善尚未确认，当前以观察为宜。（S07、S08、S30） 投资论点：投资判断取决于费用控制能否转化为持续盈利，并由既有门店销售和现金流改善共同支撑；仅有利润预测上调，还不足以确认增长恢复。（S06、S07、S09、S30）

01｜投资问题与当前结论

1.1｜当前答案：利润改善先于销售恢复

株式会社ヤマザワ的投资问题，是降本能否转化为持续盈利。

公司上半财年营业利润增长，但销售额下降。当前答案是：利润已有改善，销售恢复仍需观察。

2026 年 10 月 14 日公布的 2027 年 2 月期上半财年业绩显示，销售额同比下降 5.9%，营业利润增长 14.1%。公司同日上调全年利润预测，但维持销售额预测不变。

若既有门店销售持续增长，且人工成本压力得到控制，利润修复的持续性会更有说服力。反之，若销售和现金流继续走弱，当前判断需要下调。 [S08][S09][S30][S06]

1.2｜利润增长主要来自费用控制

上半财年利润超预期，靠的是费用下降和部分业务减亏。

2026 年 10 月 14 日公布的上半财年业绩中，营业利润为 6.80 亿日元，高于事前预测的 2.90 亿日元。销售额为 499.44 亿日元，接近事前预测的 499 亿日元。

公司在 2026 年 10 月 30 日的业绩说明中指出，秋田県业务转让减少了收入；费用控制、食品制造转盈和药店减亏带动利润增长。但全年销售额预测仍为 997 亿日元，上调利润预测并不等于收入增长已经恢复。[S08][S09][S06]

1.3｜销售和工资决定利润能否延续

客流有所改善，但客单价和工资仍压制利润增长。

公司月度数据显示，2026 年 10 月既有门店客流同比增长 0.6%，客单价下降 0.8%，销售额下降 0.3%。客流增长尚未转化为销售增长；该月度数据未经审计，且包含部分非日常商品销售。

降本也面临工资上涨。2026 年 10 月 30 日的说明资料显示，滚动年度既有门店劳动时间同比下降 4.7%，单位人工成本上涨 9.1%，人工成本总额仍增长 3.9%。若节省工时不足以抵消工资上涨，利润率改善就会受限。 [S30][S06]

1.4｜现金流和新业务贡献仍需确认

现金缓冲收窄，新服务的盈利贡献暂时无法量化。

2027 年 2 月期上半财年经营现金流为 14.29 亿日元，低于上年同期的 50.37 亿日元。差异受到应付采购款变动影响，不能直接等同于经营盈利恶化；但现金减少后，投资和还款的缓冲也随之下降。

公司 2026 年 11 月 20 日公告，计划于 12 月 4 日开设以ヤマザワ清住町店为据点的移动超市。服务覆盖有望扩大，但公告未披露单车收入和盈利，暂不能将其计入利润增长。11 月 13 日发布的业绩说明视频也未带来新的业绩数字或预测修正。

接下来重点跟踪三个问题：

- 销售恢复：既有门店客流增长能否带动客单价和销售额回升？
- 利润持续性：节省工时能否抵消工资上涨，全年营业利润能否达到 11 亿日元预测？
- 现金与投资：经营现金流能否恢复，门店改装和移动超市能否产生足够回报？ [S07][S08][S09][S01][S03][S30]

02｜公司本质与商业模式

2.1｜超市贡献主要收入和利润

ヤマザワ（食品零售公司）的盈利主要来自地区超市，其他业务仍在调整。

截至 2026 年 2 月末，公司超市在山形県有 44 家、宫城県有 18 家。集团同时经营药店和食品制造，围绕超市门店提供销售及供货。

2026 年 2 月期，合并营业收入为 1,054.05 亿日元，分部表现如下：

- 超市对外销售 923.33 亿日元，分部利润 14.37 亿日元。
- 药店对外销售 130.70 亿日元，分部亏损 1 亿日元。
- 食品制造对外销售 0.02 亿日元，分部亏损 2.05 亿日元。

超市承担集团主要盈利，药店和食品制造的亏损会抵消一部分利润。同期集团营业利润为 11.40 亿日元，约占营业收入的 1.1%。 [S19][S31]

2.2｜食品制造主要服务集团内部

食品制造有规模不小的内部供货，但不能当作对外收入相加。

2026 年 2 月期，食品制造的内部销售及转拨为 53.08 亿日元，对外销售仅 0.02 亿日元。它的经营实质主要是向集团内供货，其利润改善可以影响合并利润，但内部供货本身不代表集团新增外部客户收入。

同一财年，各分部计入的收入合计 1,113.02 亿日元，合并时抵销内部交易 58.97 亿日元，最终合并收入为 1,054.05 亿日元。比较分部规模时，应优先看对外销售，避免重复计算。 [S19]

2.3｜上半财年增利主要来自费用和业务调整

销售收缩下营业利润仍增长，但超市利润本身尚未恢复。

2026 年 10 月 14 日公布的 2027 年 2 月期上半财年财报显示，合并销售额为 499.44 亿日元，同比下降 5.9%；营业利润为 6.80 亿日元，增长 14.1%。公司指出，秋田県业务转让带来减收，费用结构调整和费用控制则支持增利。

分部变化共同推动集团利润改善，但超市仍承压：

- 超市对外销售从上年同期的 464.41 亿日元降至 431.84 亿日元，分部利润从 7.38 亿日元降至 6.98 亿日元。
- 药店亏损从 0.65 亿日元收窄至 0.31 亿日元。
- 食品制造从亏损 0.81 亿日元转为盈利 0.07 亿日元，内部销售及转拨为 26.79 亿日元。

同期毛利润减少 6.56 亿日元，销售及管理费用减少 7.41 亿日元，费用降幅超过毛利润降幅。合并净利润仍同比下降 12.9%，利润改善尚未覆盖所有口径。 [S08][S06]

2.4｜门店客流和人工成本决定利润能否延续

门店客流有所支撑，但客单价和人工成本仍限制盈利空间。

公司月次数据显示，2026 年 10 月既有门店客数同比增长 0.6%，客单价下降 0.8%，销售下降 0.3%；全店销售下降 7.0%。月次销售包含彩票和促销活动相关销售，且未经财报调整，不能直接等同于合并收入。

2026 年 10 月 30 日的业绩说明资料显示，截至 2026 年 8 月的滚动年度，既有门店总劳动时间同比下降 4.7%，人工成本却增长 3.9%，单位人工成本上涨 9.1%。工时减少有助于控费，但工资单价上涨会抵消部分节省，持续增利仍取决于效率改善。 [S30][S06]

2.5｜新增服务扩大覆盖，回报尚待观察

移动零售扩大门店触达范围，短期利润贡献仍无法量化。

2026 年 11 月 20 日，公司宣布以ヤマザワ清住町店为据点的新移动超市「とくし丸」计划于 12 月 4 日开业。按公告，开业后山形県和宫城県合计将有 31 台运营。新服务可覆盖购物不便地区，但公告未披露单车销售、成本或回报，暂不能上调盈利预期。

现金回收同样需要跟踪：2027 年 2 月期上半财年经营现金流为 14.29 亿日元，低于上年同期的 50.37 亿日元。上年同期应付采购款增加对现金流有贡献，不能把降幅全部归因于经营盈利恶化。

还需跟踪各分部最新门店数、单店销售与毛利，以及改装和移动零售的投资回报。公司 2026 年 11 月 13 日发布业绩说明视频，未带来新的业绩数字或预测修正。 [S01][S07][S08][S03]

03｜产品、客户与供应链

3.1｜超市贡献主要收入，药店仍在亏损

ヤマザワ（超市经营公司）的收入主要来自超市，其他业务尚不能替代。

2026 年 10 月 14 日公布的 2027 年 2 月期上半财年业绩显示，集团销售额为 499.44 亿日元。按对外销售额划分：

- 超市业务为 431.84 亿日元，占合并销售额的 86.5%；分部利润为 6.98 亿日元。
- 药店业务为 67.57 亿日元，分部亏损 0.31 亿日元。
- 食品制造业务为 0.02 亿日元，分部利润 0.07 亿日元。

超市销售额和利润都居集团首位，门店经营变化会直接影响集团业绩。药店亏损较上年同期收窄，但仍需由其他业务利润覆盖。 [S08]

3.2｜客户需求集中在山形県和宫城県

公司销售依靠两县的门店客流，单一客户集中度仍不清楚。

截至 2026 年 2 月 28 日，公司概要所列超市共 62 家，其中山形県 44 家、宫城県 18 家。2027 年 2 月期上半财年月次数据显示，既有门店销售同比增长 0.9%，客流增长 1.3%，客单价下降 0.4%。客流增长支撑了销售，但单次消费金额没有同步增加。

到 2026 年 10 月，既有门店客流同比增长 0.6%，客单价下降 0.8%，销售下降 0.3%。全店销售下降 7.0%；公司将上半财年收入减少的一部分归于秋田地区业务转让，既有门店和全店数据需要分开看。月次销售包含彩票及活动相关销售，且未经财报调整。 [S31][S30][S06]

3.3｜食品制造主要服务集团内部

集团自有食品制造支持门店供应，内部销售不能当作新增外部收入。

2026 年 10 月 14 日公布的上半财年分部数据显示，食品制造对外销售仅 0.02 亿日元，分部间销售及转拨为 26.79 亿日元。该业务上年同期亏损 0.81 亿日元，本期转为盈利 0.07 亿日元，帮助改善合并利润。

这些内部交易在合并报表中需要抵销。同期集团抵销的分部间交易为 29.61 亿日元，因此不能把食品制造的内部销售额与超市对外销售额直接相加。制造业务能否持续盈利，仍取决于后续经营表现。 [S08]

3.4｜采购议价能力缺少直接数据

采购、能源和人工成本承压，但公司对供应商的议价能力尚无量化证据。

公司在 2026 年 5 月 27 日提交的 2026 年 2 月期有价证券报告书中，将采购价格、能源、物流和人工成本上涨列为经营风险。成本上涨若不能通过售价或效率改善消化，会挤压门店利润；现有披露没有量化各项成本的单独影响。

价格环境仍在变化。2026 年 11 月 20 日公布的全国 10 月消费者物价指数同比上涨 2.3%；此前公布的 9 月食品价格同比上涨 2.8%。消费者价格不能直接代表公司的采购成本或售价变化，也不能据此判断其议价能力。 [S19][S04][S15]

3.5｜移动超市扩大触达，财务回报待观察

移动零售有助于接触购物不便地区的客户，短期回报尚无法计算。

2026 年 11 月 20 日，公司宣布以ヤマザワ清住町店为据点，计划于 12 月 4 日新增移动超市とくし丸。按公告，开业后山形県将有 21 辆、宫城県有 10 辆，合计 31 辆。新公告增加了对服务覆盖范围的了解，但尚不足以上调利润预期。

后续需要跟踪：主要客户及供应商集中度、采购条件与价格传导、各类商品毛利率，以及移动超市启运后的销售、成本和单车回报。公告尚未披露移动超市的相关财务数字。 [S01][S19]

04｜竞争格局与产业关系

4.1｜超市是利润来源，制造业务主要服务内部

ヤマザワ以超市连接消费者，食品制造主要供应集团内部。

截至 2026 年 2 月末，公司超市在山形県有 44 家、宫城県有 18 家。2027 年 2 月期上半财年（2026 年 3—8 月），超市对外销售 431.84 亿日元，分部利润 6.98 亿日元，是集团主要利润来源。

同期食品制造对外销售仅 0.02 亿日元，分部间销售 26.79 亿日元。内部销售支持集团门店供货，但合并时要抵销，不能当作新增外部市场收入。 [S08][S31]

4.2｜利润率低于部分同业，销售增长也有压力

同一财期对比显示，ヤマザワ的合并营业利润率低于两家同业。

2027 年 2 月期上半财年，各公司按合并营业利润除以销售额或营业收入计算：

- ヤマザワ：销售额 499.44 亿日元，营业利润率约 1.36%。
- アークス：销售额 3,186 亿日元，营业利润率 2.4%。
- ベルク：营业收入 2,169.05 亿日元，营业利润率 3.19%。

ヤマザワ销售同比下降 5.9%，营业利润却增长 14.1%；费用调整帮助利润改善，收入仍在收缩。各集团业务构成及收入口径有差异，不能把利润率差距全部归因于超市经营效率。

バローホールディングス于 2026 年 11 月 17 日披露，2027 年 3 月期上半财年集团超市主体既有门店销售增长 2.6%；旗下 SM バロー毛利率为 28.1%，提高 0.5 个百分点。其财期与业务口径不同，只宜作方向性参照。 [S08][S10][S32][S02]

4.3｜需求仍在增长，公司客单价承压

行业销售增长没有完全传到公司，客单价仍制约收入修复。

2026 年 10 月 20 日公布的行业统计显示，9 月全国 270 家样本企业全店销售同比增长 2.1%，既有门店增长 0.9%。同期ヤマザワ既有门店销售增长 0.3%，低于全国样本 0.6 个百分点；两者样本和口径不同，仅作方向性比较。

公司 2026 年 10 月既有门店客流增长 0.6%，客单价却下降 0.8%，销售下降 0.3%。客流增加尚未转成销售增长，说明单靠吸引更多顾客仍不足以保证收入回升。

价格环境仍有支撑，但不能直接等同于公司利润。2026 年 11 月 20 日公布的全国 10 月消费者物价指数同比上涨 2.3%；此前 9 月食品价格上涨 2.8%，但消费者物价不等于零售商采购成本或实际售价。[S17][S30][S04][S15]

4.4｜扩大触达有助守住市场，回报仍待验证

地区需求与成本压力并存，扩大服务范围还要看投入回报。

公司在 2026 年 5 月提交的年度报告中，将人口减少、低价业态竞争和人工等成本上涨列为经营风险。有限的收入增长若被成本上涨抵消，利润率改善就难以持续。

2026 年 11 月 20 日，公司公告计划于 12 月 4 日以清住町店为据点新增移动超市「とくし丸」。计划开业后，山形県和宮城県合计运行 31 台；这扩大了购物困难地区的覆盖，但尚不能据此上调盈利判断。

需要跟踪两县竞争者的市场份额、移动超市单车盈利，以及门店改装后的销售和投资回报；现有资料未提供这些数字。 [S19][S01][S12]

05｜护城河判断

5.1｜区域门店构成现实优势，但竞争壁垒有限

株式会社ヤマザワ的门店网络有区域覆盖优势，但尚不能证明竞争对手难以复制。

截至 2026 年 2 月 28 日，公司超市在山形県有 44 家、宮城県有 18 家。集中布局有利于触达当地顾客，但门店数量本身不能证明其拥有定价权或稳定的高利润率。

销售表现也提示竞争仍在。2026 年 9 月，公司既有门店销售同比增长 0.3%；全国超市协会样本增长 0.9%，北海道・東北地方样本增长 1.6%。统计样本和口径不同，只能作方向性对照。 [S31][S30][S17]

5.2｜集团内部供货形成协作，但成本优势未获证实

食品制造与超市协作已经存在，但是否带来持续成本优势仍不清楚。

2026 年 10 月 14 日公布的 2027 年 2 月期上半财年数据中，食品制造对集团内销售和转拨为 26.79 亿日元，对外销售仅 0.02 亿日元。该业务主要服务集团内部，不能把内部交易直接视为外部收入。

同期食品制造实现分部利润 0.07 亿日元，上年同期亏损 0.81 亿日元，帮助合并营业利润改善。但现有数据不足以判断内部供货是否比外部采购更便宜，也无法确认竞争对手难以复制这一模式。 [S08]

5.3｜省工改革有进展，尚未形成明确费用优势

工时削减正在改善运营，但工资上涨限制了其转化为利润的能力。

2026 年 10 月 30 日公布的资料显示，2025 年 3 月至 2026 年 8 月，全公司累计劳动工时减少 9.4%。公司第四次中期经营计划覆盖 2026 年 2 月期至 2028 年 2 月期，目标是在计划期内削减工时 15%。

但滚动年度既有门店人工成本同比上升 3.9%，单位人工成本上涨 9.1%。工时下降还未完全抵消工资上涨，后续若无法继续提高效率，营业利润率仍会承压。 [S06][S29]

5.4｜移动零售可能加深区域联系，回报仍待检验

移动零售可以扩大服务覆盖，但现阶段还不能视为已形成的盈利壁垒。

2026 年 11 月 20 日，公司公告计划于 12 月 4 日以ヤマザワ清住町店为据点开设移动超市「とくし丸」。按公告计划，开业后山形県和宮城県合计运行 31 台，可增加购物困难地区的服务触点；截至公告时，新据点尚未开业。

需要跟踪单车销售、成本和利润，以及新庄店改装后的销售与投资回报。两地竞争对手份额和分店经营效率也仍缺数据，暂无法判断这些投入能否转化为持续的现金回报。 [S01][S12]

06｜财务质量与现金流

6.1｜资产负债表仍有缓冲，但现金减少

自有资本比例上升，但现金减少，需要同时看偿债和投资支出。

2026 年 10 月 14 日公布的上半财年财报显示，截至 2026 年 8 月末，总资产为 502.58 亿日元，较 2026 年 2 月末减少 17 亿日元；净资产增加 6.42 亿日元至 273.86 亿日元，自有资本比例从 51.5%升至 54.5%。

但现金缓冲在收窄。2026 年 10 月 16 日列示的半年度报告显示，2026 年 8 月末现金及现金等价物为 38.36 亿日元，较 2 月末减少 11.14 亿日元。同期经营现金流不足以覆盖投资和筹资活动的现金流出，后续偿债及门店投资需要关注现金来源。 [S08][S07]

6.2｜费用下降带动增利，收入尚未恢复

上半财年利润改善主要来自费用下降，销售收缩仍在。

2026 年 10 月 14 日公布的 2027 年 2 月期上半财年业绩显示，收入为 499.44 亿日元，同比下降 5.9%；营业利润为 6.80 亿日元，增长 14.1%。毛利同比减少 6.56 亿日元，但销售及管理费用减少 7.41 亿日元，费用降幅超过毛利降幅。

公司在 2026 年 10 月 30 日的业绩说明中，将收入下降归因于秋田地区业务转让，并将增利归因于费用结构调整、业务效率提升及费用控制。药店亏损收窄、食品制造业务转盈也有贡献；超市分部利润则从上年同期的 7.38 亿日元降至 6.98 亿日元。

利润改善尚不全面。上半财年归母净利润为 6.57 亿日元，同比下降 12.9%；公司 2026 年 10 月 14 日上调全年利润预测时，将收入预测维持在 997 亿日元。2026 年 11 月 13 日发布的业绩说明视频未带来新的业绩数字或预测修正，不改变这一判断。 [S08][S06][S09][S03]

6.3｜经营现金流下降，营运资金是重要原因

经营现金流明显回落，但不能直接等同于经营利润恶化。

2027 年 2 月期上半财年经营现金流为 14.29 亿日元，上年同期为 50.37 亿日元。同期营业利润有所增长，现金流却下降，两者的差异需要结合营运资金变化看。

财报显示，上年同期应付采购款变化带来 24.38 亿日元现金流入，本期则流出 3.14 亿日元。采购付款的时点和规模会影响经营现金流，因此上年同期的高基数不宜直接当作常态。

2026 年 2 月期全年经营现金流为 59.50 亿日元，投资现金流净流入 10.59 亿日元。但后者包含 23.98 亿日元业务分离收入，公司将其列为投资现金流转正的主要原因；这一收入不宜当作每年都能取得的投资资金。 [S08][S19]

6.4｜成本压力和门店回报仍需跟踪

工时削减已有进展，但工资上涨仍会消耗利润改善空间。

2026 年 10 月 30 日公布的资料显示，2025 年 3 月至 2026 年 8 月，全公司累计劳动工时减少 9.4%；既有门店减少 5.8%。但按滚动年度既有门店口径，工时同比下降 4.7%，人工成本仍上涨 3.9%，单位工时人工成本上涨 9.1%。若效率提升不足以抵消工资上涨，利润率改善会受限。

门店资产仍有减值风险。2026 年 2 月期减值损失为 5.60 亿日元，低于上年同期的 13.04 亿日元；公司以门店为基本资产组评估可回收性。减值减少有助于净利润，但不能单凭这一变化判断所有门店投资已获得足够回报。

后续需要跟踪：最新有息负债及到期结构、逐店改装投入与回报、不盈利门店退出安排，以及采购和物流成本对利润的具体影响。现有披露不足以量化这些项目。 [S06][S19]

07｜股东、董事与治理

7.1｜董事会有监督安排，投资效果仍待检验

董事会已覆盖计划和投资审议，但逐店回报尚难判断。

2026 年 5 月 27 日提交的年度报告显示，董事会由 9 名董事组成，其中 3 名是独立外部董事。董事会原则上每月召开，审议中期经营计划进度、预算和设备投资。

监事会由 1 名常勤监事和 2 名外部非常勤监事组成，监事出席全部董事会。公司还设有内部审计室，按年度计划对门店实施必要审计；但披露未提供逐店投资回报或计划偏差数据。 [S19]

7.2｜资本投入需要用回报衡量

门店改装和新服务需要资金，能否提高回报还缺数据。

2026 年 10 月 30 日公布的资料显示，第四次中期经营计划覆盖 2026 年 2 月期至 2028 年 2 月期，目标包括改装或活化 17 家超市、开设 3 家药品及调剂店，并削减全公司成本。投入能否转化为利润，取决于门店销售和费用改善。

2026 年 11 月 20 日，公司公告计划于 12 月 4 日新增一台移动超市，开业后合计运营 31 台。新车可扩大服务覆盖，但公告未披露单车盈利或投资回报，暂不能把它计入利润改善。 [S06][S29][S01]

7.3｜现金流回落，分红和投资需兼顾

分红维持不变，但现金流回落收窄了资金余地。

2026 年 10 月 14 日公布的 2027 年 2 月期全年分红预测为每股 27 日元，与 2026 年 2 月期相同。公司还曾以每股 1,040 日元公开回购，2025 年 12 月 2 日披露回购结束。

2027 年 2 月期上半财年经营现金流为 14.29 亿日元，上年同期为 50.37 亿日元；2026 年 8 月末现金及等价物为 38.36 亿日元。上年同期应付采购款增加推高了现金流，因此降幅不能直接等同于经营盈利恶化。 [S08][S22][S24][S07]

7.4｜政策持股和主要股东仍需跟踪

政策持股有检视原则，主要股东和管理层信息仍有缺口。

2026 年 5 月提交的年度报告称，公司按长期业务及财务战略等定性因素，逐项检视上市政策持股的合理性。但持股规模和减持进度尚不清楚，难以判断这部分资本是否得到有效使用。

2026 年 11 月 13 日发布的上半财年业绩说明视频增加了沟通渠道，未带来新的业绩数字或预测调整。后续还需跟踪主要股东及持股比例、管理层名单与持股、政策持股规模和逐店投资回报。 [S19][S03]

08｜资本政策

8.1｜分红维持，但利润对股息的覆盖减弱

公司维持每股 27 日元分红，但盈利下降会提高分红负担。

2026 年 2 月期，公司全年每股分红 27 日元，合并分红率为 23.0%。2026 年 10 月 14 日公布的 2027 年 2 月期分红预测仍为全年 27 日元，中期和期末各 13.50 日元。

按同日上调后的全年每股收益预测 70.16 日元计算，预测分红率为 38.5%。股息不变、预计利润下降，留给投资或偿债的利润空间随之收窄。 [S22][S08][S09]

8.2｜回购已结束，后续规模仍待观察

公司已完成一次回购，但后续回购安排尚不明确。

公司于 2025 年 10 月 30 日至 12 月 1 日以每股 1,040 日元公开收购自家股票，并在 2025 年 12 月 2 日公告回购结束。回购会占用现金，能否持续还要看经营现金流和门店投资需求。

2027 年 2 月期上半财年末现金及现金等价物为 38.36 亿日元，低于 2026 年 2 月末的 49.50 亿日元；此前的回购记录不能直接当作未来回购承诺。 [S24][S07]

8.3｜门店投入和业务调整共同影响资金分配

门店改装需要资金，业务分离收入则补充了此前现金流。

第四次中期经营计划覆盖 2026 年 2 月期至 2028 年 2 月期，目标包括改装及活化 17 家超市、开设 3 家药品或调剂店。投入能否转化为销售和利润，决定这些资金使用的回报。

2026 年 11 月 20 日，公司公告计划于 12 月 4 日以ヤマザワ清住町店为据点开设移动超市「とくし丸」。公告未披露单车投入及盈利，新服务扩大覆盖范围，但财务贡献暂无法量化。

2026 年 2 月期投资活动现金流净流入 10.59 亿日元，其中包含业务分离收入 23.98 亿日元。该项收入支撑了当期投资现金流，不能视为每年都有的资金来源。 [S06][S29][S01][S19]

8.4｜现金流回落限制资本政策弹性

经营现金流下降后，分红、偿债与投资之间的取舍更加重要。

2026 年 10 月 16 日列示的半年度报告显示，2027 年 2 月期上半财年经营现金流为 14.29 亿日元，上年同期为 50.37 亿日元。同期财务活动现金流净流出 21.03 亿日元，公司也推进了借款偿还。

现金流降幅受营运资金变化影响：上年同期应付采购款增加 24.38 亿日元，本期则减少 3.14 亿日元，不能将降幅全部归因于盈利恶化。

后续需跟踪增资或并购计划、回购数量、门店投资额及回报，以及分红和偿债所需资金；现有资料不足以判断这些项目的完整安排。 [S07][S08][S06][S24]

09｜估值与安全边际

9.1｜缺少市价，不能判断估值高低

9.2｜缺少最新收盘价，不能判断估值高低

目前无法确认截至 2026 年 11 月 27 日的市盈率和市净率，也不能只凭利润上调判断股票便宜。

已有 2026 年 11 月 19 日暂定收盘价 1,142 日元，但缺少截至 11 月 27 日的可核验收盘价、总市值和每股净资产。因此，无法可靠确认截至 11 月 27 日的预测市盈率和股息率，市净率也无法可靠计算。

2026 年 10 月 14 日，ヤマザワ将 2027 年 2 月期每股收益预测定为 70.16 日元。市盈率需要用股价除以每股收益；即便算出倍率，仍要判断预测利润能否持续。 [S08]

9.3｜净资产提供缓冲，但账面价值不等于现金
资产负债表提供一定缓冲，但净资产未必能按账面价值变现。

2026 年 8 月末，公司总资产为 502.58 亿日元，净资产为 273.86 亿日元，自己资本比率为 54.5%。市净率用于比较股价和每股净资产，但不能保证门店资产按账面价值收回。

2026 年 2 月期，公司计提减值 5.60 亿日元，其中超市业务占 5.23 亿日元。如果门店回报继续低于预期，进一步减值可能压低净资产。 [S08][S19]

9.4｜利润修复和现金流需要分开看
上半财年利润改善，但收入收缩和现金减少限制了安全边际。

2026 年 10 月 14 日公布的 2027 年 2 月期上半财年业绩显示，销售额同比下降 5.9%，营业利润增长 14.1%，营业利润率按披露金额计算约为 1.36%。公司将增益部分归因于费用控制及业务改善。

同期经营现金流从上年同期 50.37 亿日元降至 14.29 亿日元；2026 年 8 月末现金为 38.36 亿日元，低于 2 月末的 49.50 亿日元。上年同期应付采购款增加影响了比较，不能把现金流下降直接等同于盈利恶化。 [S08][S06][S07]

9.5｜分红有支撑，增长仍待验证
分红预测维持不变，但全年利润修复仍依赖下半财年表现。

2026 年 10 月 14 日，公司将 2027 年 2 月期营业利润预测从 7 亿日元上调至 11 亿日元，销售额预测维持 997 亿日元。上半财年已实现营业利润 6.80 亿日元，全年目标仍需要下半财年贡献 4.20 亿日元。

同期披露的全年每股分红预测为 27 日元，与 2026 年 2 月期相同。公司能否在维持分红的同时兼顾门店投资，取决于后续现金流。 [S08][S09][S22]

9.6｜新业务尚未增加可量化的安全边际
移动超市扩大服务范围，但目前还不能计入确定的盈利增量。

2026 年 11 月 20 日，ヤマザワ公告计划于 12 月 4 日新增移动超市「とくし丸」，届时合计运行 31 台。公告没有披露单车销售或利润，因此目前不足以改变盈利估值判断。

还需跟踪收盘价、总市值、每股净资产及净有息负债，并核验改装门店回报和移动超市实际盈利；在这些信息补齐前，无法量化估值折价或安全边际。 [S01][S08][S19]

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｜长期走势显示，股价仍处于大区间下部

长期股价多次大幅起落，当前仍在历史区间下部。

月线图上的全历史最低点出现在 1997 年，价格约 550 日元。此后股价反弹，1999 年升至约 1750 日元，随后回落，2001 年再探约 800 日元。

2004 年后股价重新上行，2005 年触及图上全历史高点约 2190 日元。此后股价下跌多年，2011 年 3 月探至阶段低点 875 日元。

从 2011 年低点反弹后，股价在 2018 年一度触及约 2090 日元，但没有超过 2005 年的图上高点。此后价格再次走弱，2025 年 5 月跌至 1085 日元。

低位出现过反弹，但后续高点未能超过前峰。2026 年 11 月 19 日暂定收盘价 1142 日元，距 2025 年 5 月低点不远，也远低于图上 2005 年和 2018 年的峰值。

10.2｜近一年高点下移，短线反弹仍受压

近一年股价从 1220 日元回落，尚未形成向上突破。

行情数据显示，2026 年 2 月高点为 1220 日元，当月收于 1187 日元。3 月收于 1152 日元；6 月和 7 月均收于 1183 日元，但 8 月未能继续上行，收于 1158 日元。

此后月收盘价继续走低：9 月为 1152 日元，10 月为 1139 日元。11 月截至 19 日的暂定低点为 1136 日元，暂定收盘为 1142 日元。

价格从 6 月至 7 月的收盘位置回落，且 11 月低点低于 3 月的 1148 日元。不能仅凭 1142 日元略高于 1136 日元，就认定这轮跌势已经结束。

近期上方压力可以分层看：

- 1146 至 1150 日元：2026 年 3 月至 5 月多次低点所在区域，跌破后先看能否收回。
- 1157 至 1161 日元：图示短期均线和布林中轨附近。
- 1176 至 1196 日元：图示 24 个月指数均线、布林上轨，以及 2026 年 4 月和 8 月高点附近。
- 1220 日元：2026 年 2 月高点，是近一年更明确的上方压力位。

10.3｜均线仍在股价上方，反弹首先面对压力

月线均线仍压在股价上方，趋势转强需要价格确认。

图中现价为 1142 日元，低于 9 个月和 12 个月指数均线，后两者分别为 1157 和 1159 日元。24 个月、60 个月和 200 个月指数均线分别为 1176、1273 和 1410 日元，也都在股价上方。

股价尚未收回短期均线，离中长期均线更远。即使从当前低位反弹，也要先看股价能否收回短期均线，再判断反弹能否延续。

图示布林中轨为 1161 日元，上轨为 1196 日元，下轨为 1126 日元。现价位于中轨下方、下轨上方。下轨可以用来观察波动，是否有支撑仍要看价格触及后的表现。

MACD 快线和信号线分别约为负 21 和负 24，图示柱值为正 4。快线高于信号线，显示下跌动能有所缓和；两线仍在零轴下方，月线趋势尚未确认反转。

10.4｜先看 1136 日元，再看股价能否收回均线

1136 日元是近端观察位，收回均线才有利于反弹。

下方先看 2026 年 11 月截至 19 日的暂定低点 1136 日元。若月线收在其下，近期走势将继续转弱，下一个观察位是 2025 年 5 月的阶段低点 1085 日元。

公司 2025 年 12 月 2 日披露，回购要约已结束，买入价为每股 1040 日元。这是已结束的回购交易价格，不能当作当前支撑位。

向上先看股价能否收回 1157 至 1161 日元一带，并在回踩时守住。若短暂收回后又跌破，该区域仍按压力位看待。

进一步转强要先收回 1176 至 1196 日元区域，再挑战 2026 年 2 月的 1220 日元高点。突破后能否站稳，比盘中短暂越过更重要。

成交量也要配合判断。2026 年 10 月成交量为 97500 股，11 月截至 19 日暂定为 47900 股。11 月尚未走完，不能拿部分月份的成交量与整月直接比较来判断是否缩量。 [S24]

10.5｜技术裁决仍是低位偏弱，反转需要价格确认

当前技术状态偏弱，1142 日元附近还不能确认反转。

2026 年 2 月以来，价格从 1220 日元回落至 11 月的 1136 日元低点。图示股价同时位于主要月线均线下方。近期虽未跌破 2025 年 5 月低点，但上方仍有多层压力。

转强先看股价能否收回短期均线和布林中轨，并在回踩时守住。若连第一道压力都站不稳，即使盘中反弹，也不宜当成月线反转。若 1136 日元失守，则转看 1085 日元。

图上 1997 年低点和 2005 年高点均为估读。行情数据从 2004 年 2 月开始，其覆盖期内的极值不能替代全图极值。图上 2005 年高点与数据所列 2006 年高点的差异，原因仍待核对。

11 月行情暂定至 2026 年 11 月 19 日。截图虽生成于 11 月 27 日，但不能据此认定当日收盘价；后续跟踪月末收盘、成交量及突破后的回踩表现。

10.6｜图表与行情数据核对

正文以 TradingView 月线全历史图为准，行情数据只用于近一年的精确价格。

- 数据：行情事实的月线历史从 2004 年 2 月开始；图：图上 K 线延伸至 1994 年，首根估计在 9 月前后；处理：长期结构采用图上更长的历史；首根月份为估读，不能视作精确交易日期。
- 数据：数据覆盖期内最高为 2006 年 1 月的 2495 日元，并标为全历史最高；图：全图最高峰出现在 2005 年，价格约 2190 日元；图中 2006 年初低于该峰；处理：全历史高点及其位置以图为准。价格和日期均有差异，原因待核对，不能将数据中的 2495 日元直接用于图上历史峰值。
- 数据：数据覆盖期内最低为 2011 年 3 月的 875 日元，并标为全历史最低；图：图上 1997 年的低点约 550 日元，明显低于 2011 年低点；处理：全历史最低以图为准；875 日元保留为 2011 年 3 月的阶段低点。
- 数据：行情数据截点为 2026 年 11 月 19 日，末段日线标为暂定；行情界面边界日期为 11 月 26 日；图：截图生成于 2026 年 11 月 27 日，显示 11 月 K 线暂定收盘 1142 日元；处理：图示收盘与 11 月 19 日暂定收盘一致，但截图日期不能证明 11 月 27 日的实际收盘价；正文使用有日期的 11 月 19 日暂定价格。

11｜风险与催化剂

11.1｜销售恢复仍受客单价和地区竞争制约

既有门店客流有所增加，但客单价下降仍压制销售恢复。

2026 年 10 月，ヤマザワ既有门店客数同比增长 0.6%，客单价下降 0.8%，销售下降 0.3%。全店销售下降 7.0%，门店规模变化仍影响同比比较。

2026 年 11 月 20 日公布的全国 10 月居民消费价格指数同比上涨 2.3%，但不能直接用来推算公司的采购成本或售价。销售能否增长，仍要看客流和客单价的实际变化。

- 风险触发条件：既有门店客单价持续下降，或客流增幅不足以抵消客单价跌幅。
- 催化剂触发条件：既有门店销售连续增长，且客流增长能够转化为销售增长。 [S30][S04]

11.2｜省工效果仍要抵消工资上涨

工时削减已经推进，但工资上涨仍可能侵蚀利润。

2026 年 10 月 30 日公布的业绩说明资料显示，2025 年 3 月至 2026 年 8 月，全公司累计劳动工时削减 9.4%。同期资料显示，滚动年度既有门店工时同比下降 4.7%，人工成本却上涨 3.9%，人工成本单价上涨 9.1%。

公司 2026 年 10 月 14 日将 2027 年 2 月期全年营业利润预测从 7 亿日元上调至 11 亿日元，销售预测维持 997 亿日元。利润修复依赖费用改善，工资继续上涨会增加实现目标的难度。

- 风险触发条件：工资单价继续上涨，省工和其他费用削减不足以抵消成本增量。
- 催化剂触发条件：工时削减进一步转化为人工成本下降，带动营业利润持续改善。 [S06][S09]

11.3｜现金流回落增加门店投资压力

经营现金流回落后，门店投资回报更需要检验。

2027 年 2 月期上半财年经营现金流为 14.29 亿日元，低于上年同期的 50.37 亿日元。上年同期应付采购款增加带来 24.38 亿日元流入，本期则减少 3.14 亿日元，因此不能把现金流下降直接等同于盈利恶化。

2026 年 2 月期门店等资产减值为 5.60 亿日元。改装和新店需要资金，若门店回报不足，未来可能继续占用现金或产生减值。

- 风险触发条件：经营现金流持续偏弱，同时门店投资回报不及预期或减值再次增加。
- 催化剂触发条件：经营现金流改善，且已改装门店披露可验证的销售和投资回报。 [S08][S19]

11.4｜新服务扩大覆盖，但财务贡献尚待验证

移动超市可扩大服务范围，短期利润贡献仍未确定。

2026 年 11 月 20 日，ヤマザワ公告计划于 12 月 4 日，以ヤマザワ清住町店为据点新增移动超市「とくし丸」。公告称，开业后山形県和宮城県合计运营 31 台；截至 11 月 27 日，该项目尚未到计划开业日。

2026 年 11 月 13 日发布的上半财年业绩说明视频没有带来新的业绩数字或预测修正，因而没有改变利润判断。

- 催化剂触发条件：新车按计划开业，后续披露销售、成本及盈利改善。
- 风险触发条件：运营成本过高或销售不足，新增服务未能带来正回报。
- 待跟踪：改装门店投资额及回报、移动超市单车盈利，以及 2026 年 11 月月度销售。 [S01][S03][S12][S30]

12｜反常识发现

12.1｜业绩上调并不代表销售回暖

上半财年利润超预期，主要靠费用和业务结构改善。

2026 年 10 月 14 日公布的 2027 年 2 月期上半财年财报显示，销售额同比下降 5.9%，营业利润却增长 14.1%至 6.80 亿日元。公司将全年营业利润预测从 7 亿上调至 11 亿日元，销售额预测则维持 997 亿日元。

公司将减收归因于秋田地区业务转让，同时指出费用控制和分部业绩改善推动增利。利润预测上调提高了盈利预期，但不能据此判断收入已恢复增长。

2026 年 11 月 13 日发布的业绩说明视频未带来新的业绩数字或预测修正，因此没有改变上述判断。[S03][S06][S08][S09]

12.2｜工时下降不等于人工成本下降

省工正在推进，但工资单价上涨抵消了部分成果。

2026 年 10 月 30 日公布的说明资料显示，2025 年 3 月至 2026 年 8 月，公司累计总工时下降 9.4%，既有门店下降 5.8%。2026 年 2 月期至 2028 年 2 月期的第四次中期经营计划，目标是在三年内削减 15%的工时。

但滚动年度既有门店人工成本同比增长 3.9%，人工成本单价上涨 9.1%。工时减少尚未压低人工支出，后续若效率提升赶不上工资上涨，营业利润率改善就会受限。 [S06][S29]

12.3｜食品制造转盈不等于外部销售增长

食品制造扭亏有助于合并利润，但收入主要来自集团内部。

2026 年 10 月 14 日公布的分部数据显示，2027 年 2 月期上半财年食品制造业务盈利 0.07 亿日元，上年同期亏损 0.81 亿日元。同期分部间销售额为 26.79 亿日元，对外销售额仅 0.02 亿日元。

内部交易在合并报表中会抵销，不能当作新增外部收入。该业务转盈改善了集团利润，但对外部需求的判断仍要看超市销售：同期超市对外销售额从上年同期的 464.41 亿降至 431.84 亿日元。 [S08]

12.4｜利润增长不代表现金流同步改善

上半财年营业利润增长，经营现金流却明显减少。

2026 年 10 月 16 日列示的半年度报告显示，2027 年 2 月期上半财年经营现金流为 14.29 亿日元，上年同期为 50.37 亿日元。2026 年 8 月末现金及现金等价物为 38.36 亿日元，低于 2 月末的 49.50 亿日元。

现金流落差部分来自应付采购款变动：上年同期增加 24.38 亿日元，本期减少 3.14 亿日元。因此不能把现金流下降直接等同于盈利恶化，但现金缓冲确实缩小，投资和偿债后的资金余量需要继续观察。 [S07][S08]

12.5｜移动超市扩大覆盖，短期贡献仍难判断

新服务扩大顾客触达，尚不能当作新的利润来源。

株式会社ヤマザワ于 2026 年 11 月 20 日公告，计划在 12 月 4 日以ヤマザワ清住町店为据点开设移动超市「とくし丸」。按公告，开业后山形県和宮城県合计运营 31 台。新公告增加了社区覆盖的信息，但未改变短期盈利判断。

同期销售修复仍需观察：2026 年 10 月既有门店销售同比下降 0.3%，客数增长 0.6%，客单价下降 0.8%。

- 要判断移动服务能否赚钱，需跟踪实际启运后的单车销售、成本和利润。
- 要判断销售能否恢复，需跟踪 11 月及之后的既有门店客流和客单价。 [S01][S30]

13｜下一次值得跟踪什么

13.1｜先看销售能否回升

下次复核先看既有门店销售，客流增加需要转化为收入增长。

- 销售趋势是否改善？2026 年 10 月既有门店销售同比下降 0.3%，客流增长 0.6%，客单价下降 0.8%。下一次看 11 月及后续月次，确认客单价能否回升。
- 地区表现是否分化？截至 2026 年 8 月的上半财年，山形既有门店营业收入同比增长 1.8%，宫城下降 0.8%；后续要看宫城竞争压力是否缓解。

月次销售为未经审计的门店总销售额，与财报收入并非同一口径。 [S30][S06]

13.2｜全年利润目标仍要靠下半年完成

利润上调已有依据，但下半年仍需赚取足够利润才能完成全年目标。

- 营业利润能否达标？2026 年 10 月 14 日上调预测后，2027 年 2 月期全年目标为 11 亿日元，上半财年已实现 6.80 亿日元；按差额计算，下半年仍需 4.20 亿日元。
- 费用改善能否持续？2026 年 10 月 30 日披露的滚动年度数据中，既有门店劳动工时同比下降 4.7%，人工成本却上涨 3.9%。后续要看节省工时能否抵消工资单价上涨。
- 预测是否改变？2026 年 11 月 13 日发布的业绩说明视频未带来新数字或预测修正，下一次业绩披露仍需核对全年指引。 [S08][S09][S06][S03]

13.3｜现金流和门店投资要一起看

营业利润改善还需转化为现金，门店投入也要经得起回报检验。

- 现金流能否回升？截至 2026 年 8 月的上半财年，经营现金流从上年同期 50.37 亿日元降至 14.29 亿日元；采购应付款变动是重要因素，不能直接等同于盈利恶化。
- 改装能否带来回报？2026 年 10 月 16 日重新开业的ヤマザワ新庄店（超市门店），需要跟踪重开后的销售、投入额和回报，再判断改装对现金的影响。
- 移动超市能否赚钱？2026 年 11 月 20 日公告计划于 12 月 4 日开业的「とくし丸」，可能扩大服务覆盖；下一次要确认实际启运，以及单车销售和成本。 [S08][S07][S12][S01]

13.4｜关键缺口集中在投资回报和最新月次

判断转强需要销售和现金流共同改善，只有利润预测上调还不够。

下一次复核应确认 11 月月次及后续财报的公布时间，并跟踪门店改装、新店和成本削减的完成进度。若既有门店销售持续下滑，或工资上涨继续压过省工收益，上调后的利润目标将承压。

目前尚缺逐店投资回报、移动超市单车盈利和 11 月月次数据；各项风险对利润的单独影响也未量化。 [S30][S06][S01][S12]

14｜Kabugami 评分卡

14.1｜48.7/100 分、C 级：护城河与估值证据不足拉低判断，资产负债表缓冲和利润修复提供支撑

Kabugami 评分 V3.2：48.7/100 分，评级 C（40 至 54.9 分档）。

动作：WATCH（观望）：暂不把利润上调视为增长已经确立。

依据：2027 年 2 月期上半财年销售下降 5.9%，营业利润增长 14.1%。（S08）

翻转条件：既有门店销售、利润和现金流持续同步改善，可转向更积极；若销售持续走弱且工资压力压过省工收益，则需下调判断。（S06、S07、S30）

各模块得分/满分：

- 财务韧性与下行防御 7.8/13 分：截至 2026 年 8 月末，自有资本比例为 54.5%，资产负债表仍有缓冲；现金及等价物却从 2 月末的 49.50 亿降至 38.36 亿日元。上半财年经营现金流回落受应付采购款变动影响，不能全部归因于盈利恶化；有息负债到期结构仍待核实。（S07、S08）
- 竞争优势与结构耐久性 5.6/14 分：截至 2026 年 2 月末，公司在山形県和宮城県有 62 家超市，区域覆盖有助于触达顾客，但尚无证据证明定价权或竞争壁垒。2027 年 2 月期上半财年合并营业利润率约 1.36%，低于アークス的 2.4%；反证是两家公司业务构成和收入口径不同。（S31、S08、S10）
- 盈利质量、现金转化与资本效率 8.5/17 分：2027 年 2 月期上半财年营业利润增长 14.1%，但归母净利润下降 12.9%。费用减少超过毛利减少，支撑了增利；反证是药店减亏、食品制造转盈也有贡献，利润改善并非完全依赖削减费用。工资单价上涨仍可能削弱后续改善。（S08、S06）
- 商业结构、产品、客户与关键依赖 5.5/11 分：2027 年 2 月期上半财年超市对外销售 431.84 亿日元，是集团主要收入来源。2026 年 10 月既有门店客流增长 0.6%，却因客单价下降 0.8%而销售下降 0.3%。上半财年既有门店销售增长 0.9%构成反证；供应商集中度和采购议价能力仍缺数据。（S08、S30）
- 估值与安全边际 6.75/15 分：估值安全边际目前无法确认。2026 年 11 月 19 日暂定收盘价为 1,142 日元，公司 2026 年 10 月 14 日预测每股收益为 70.16 日元，但缺少截至 11 月 27 日的可核验收盘价、总市值和每股净资产。净资产提供缓冲，却不保证门店资产按账面价值变现。（S08、S09、S19）
- 资本配置与股东回报 5.5/10 分：公司 2026 年 10 月维持 2027 年 2 月期每股 27 日元分红预测，并于 2025 年 12 月完成回购，股东回报有实际记录。按当时每股收益预测计算，分红率由上年的 23.0%升至 38.5%，留给投资和偿债的利润空间收窄；后续回购和门店投资回报仍不明确。（S08、S22、S24）
- 治理、所有权与管理层 3.85/7 分：2026 年 5 月提交的年度报告显示，9 名董事中有 3 名独立外部董事，董事会审议计划、预算和设备投资，并设有监事及内部审计安排。反证是公司已有政策持股逐项检视原则，但持股规模、减持进度和逐店投资回报未明确，监督效果仍难衡量。（S19）
- Kabugami 技术结构 5.2/13 分：长期股价在 2018 年反弹后再次走弱，2025 年 5 月跌至 1,085 日元；2026 年 2 月反弹至 1,220 日元后又回落，新的上行结构尚未确立。反证是 2026 年 11 月 19 日暂定收盘 1,142 日元仍高于 2025 年低点；长期图表极值与行情数据存在差异，仍待核对。

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｜株式会社ヤマザワ｜移動スーパー「とくし丸」（拠点：ヤマザワ清住町店）開業｜2026-11-20｜新闻｜https://yamazawa.co.jp/news/2026/11/post-74.html

[S02] 一级·公司/交易所｜株式会社バローホールディングス｜2027 年 3 月期 中間期の実績｜2026-11-17｜決算説明資料｜https://valorholdings.co.jp/wp-content/uploads/2026/11/setsumei20261117.pdf

[S03] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2027 年 2 月期 中間決算説明動画（外部ページへ遷移します）｜2026-11-13｜公司 IR｜https://yamazawa.co.jp/ir/ir-info/

[S04] 一级·政府统计｜総務省統計局｜2025 年基準 消費者物価指数 全国 2026 年（令和 8 年）10 月分｜2026-11-20｜行业统计｜https://www.stat.go.jp/data/cpi/sokuhou/tsuki/index-z.htm

[S06] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2027 年 2 月期 中間決算説明資料｜2026-10-30｜決算説明資料｜https://yamazawa.co.jp/ir/9993_202702_2Qsetumei.pdf（未在检索记录中复核）

[S07] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2027 年 2 月期 半期報告書｜2026-10-16｜半期報告書｜https://yamazawa.co.jp/ir/2763aef983b99ded5fc0a299a30d2f0a59c74b11.pdf（未在检索记录中复核）

[S08] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-10-14｜決算短信｜https://yamazawa.co.jp/ir/202702_2Qtanshin.pdf

[S09] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2027 年 2 月期第 2 四半期（中間期）連結業績予想と実績の差異および通期連結業績予想の修正に関するお知らせ｜2026-10-14｜適時開示｜https://yamazawa.co.jp/ir/20261014_2Qsai-yosoku.pdf（未在检索记录中复核）

[S10] 一级·公司/交易所｜株式会社アークス｜2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算概要｜2026-10-14｜決算説明資料｜https://www.arcs-g.co.jp/vc-files/arcs-g/ir/pdf/2026/arcs_202702-2qsetsumeikai_2026101401.pdf

[S12] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜「ヤマザワ新庄店」（山形県新庄市）10 月 16 日（金）午前 9 時リニューアルオープンいたします｜2026-10-09｜新闻｜https://yamazawa.co.jp/news/

[S15] 一级·政府统计｜総務省統計局｜2025 年基準 消費者物価指数 全国 2026 年（令和 8 年）9 月分｜2026-10-23｜行业统计｜https://www.stat.go.jp/data/cpi/sokuhou/tsuki/pdf/zenkoku.pdf

[S17] 行业协会｜一般社団法人全国スーパーマーケット協会・一般社団法人日本スーパーマーケット協会・オール日本スーパーマーケット協会｜スーパーマーケット販売統計調査 2026 年 9 月実績 速報版（パネル 270）｜2026-10-20｜行业统计｜https://www.super.or.jp/wp/wp-content/uploads/2026/10/tokei-20261020hks.pdf

[S19] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2026 年 2 月期 有価証券報告書｜2026-05-27｜有価証券報告書｜https://yamazawa.co.jp/ir/98c39d6ef4a5cea19edd3d59a94bcaf2373ce921.pdf（未在检索记录中复核）

[S22] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2026 年 2 月期 決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-04-20｜決算短信｜https://yamazawa.co.jp/ir/202602_4Qtanshin.pdf

[S24] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜自己株式の公開買付けの結果及び取得終了に関するお知らせ｜2025-12-02｜適時開示｜https://yamazawa.co.jp/ir/20251202.pdf

[S29] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜第 4 次中期経営計画（2026 年 2 月期～2028 年 2 月期）｜2025-04-24｜会社 IR｜https://yamazawa.co.jp/ir/70c78170f3085fe3492d4864393f54a798401148.pdf（未在检索记录中复核）

[S30] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜月次業績推移｜日期未标｜月次｜https://yamazawa.co.jp/ir/term-month.html

[S31] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜会社概要｜日期未标｜公司 IR｜https://yamazawa.co.jp/web/company/aboutus.html

[S32] 转载站｜一般社団法人全国スーパーマーケット協会・一般社団法人日本スーパーマーケット協会・オール日本スーパーマーケット協会；株式会社ベルク｜2026 年 10 月 20 日（スーパーマーケット販売統計調査 2026 年 9 月実績 速報版）；2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-10-20｜行业统计；决算短信｜https://www.super.or.jp/wp/wp-content/uploads/2026/10/tokei-20261020hks.pdf；https://storage.googleapis.com/disclosed-file-bucket-d4575ee/20261008548092/1/general.pdf（未在检索记录中复核）

15.2｜已检索但正文未引用的来源

[S05] 一级·公司/交易所｜株式会社バローホールディングス｜株式会社バローホールディングス（9956） 2027 年 3 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信｜2026-11-11｜決算短信｜https://valorholdings.co.jp/wp-content/uploads/published/wp_re_20261111tanshin-1.pdf

[S11] 一级·公司/交易所｜イオン株式会社／東京証券取引所｜2027 年 2 月期 第 2 四半期（中間期）決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-10-13｜決算短信｜https://www2.jpx.co.jp/disc/82670/140120261008548098.pdf

[S13] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜山形県金山町で「VR シェルフ」を活用した買い物支援の実証実験を実施｜2026-10-06｜新闻｜https://yamazawa.co.jp/news/2026/10/vr.html

[S14] 一级·政府统计｜経済産業省／政府統計の総合窓口 e-Stat｜商業動態統計調査 商業動態統計速報(2026 年 9 月分)｜2026-10-30｜行业统计｜https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?layout=dataset&page=1&stat_infid=000040523933

[S16] 专业媒体｜株探ニュース｜ヤマザワ、今期経常を 50%上方修正｜2026-10-14｜专业媒体｜https://s.kabutan.jp/news/k202610140056/

[S18] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2027 年 2 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-07-14｜決算短信｜https://yamazawa.co.jp/ir/202702_1Qtanshin.pdf（未在检索记录中复核）

[S20] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2026 年 2 月期 決算説明資料｜2026-05-01｜決算説明資料｜https://yamazawa.co.jp/ir/9993_202602_4Qsetumei.pdf（未在检索记录中复核）

[S21] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜（訂正・数値データ訂正）「2026 年２月期 決算短信〔日本基準〕（連結）」の一部訂正について｜2026-04-30｜適時開示｜https://yamazawa.co.jp/ir/20260430-1.pdf（未在检索记录中复核）

[S23] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2026 年２月期 第３四半期決算短信〔日本基準〕（連結）｜2026-01-14｜決算短信｜https://yamazawa.co.jp/ir/20250114_3Qtanshin.pdf（未在检索记录中复核）

[S25] 其他网页｜山形県｜山形県の人口と世帯数（推計）（令和 8 年 10 月 1 日現在）について｜2026-10-30｜行业统计｜https://www.pref.yamagata.jp/020052/kensei/shoukai/toukeijouhou/jinkou/jinkm.html

[S26] 其他网页｜宮城県｜令和 7 年国勢調査人口等基本集計結果｜2026-09-29｜行业统计｜https://www.pref.miyagi.jp/soshiki/toukei/kokusei2025_jinnkou.html

[S27] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2026 年２月期 第２四半期決算短信〔日本基準〕（連結）｜2025-10-10｜決算短信｜https://yamazawa.co.jp/ir/e46c1610d0727eca066471315cbb9d02c1f746ff.pdf（未在检索记录中复核）

[S28] 一级·公司/交易所｜株式会社ヤマザワ｜2026 年２月期 第１四半期決算短信〔日本基準〕（連結）｜2025-07-14｜決算短信｜https://yamazawa.co.jp/ir/202602_1Qtanshin.pdf（未在检索记录中复核）

15.3｜来源质量与新鲜度检查

来源 32 条（一级官方 27 条，占比 84%）；带发布日期 30 条；90 天内 20 条，14 天内 4 条；转载站链接 1 条（已替换为官方原文 0 条）。

检索中浏览过的网页 188 个；事实 81 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 $0.0558；R0A $0.0458；R0B $0.0698；R0C $0.0529；R0D $0.0303

15.5｜Research Stop 与主要 UNKNOWN

・2026 年 10 月 14 日以降、2026-11-27 までの全適時開示の網羅確認。会社 IR のお知らせ一覧では 2026-11-13 の中間決算説明動画まで確認したが、本阶段ではその後の一覧項目や個別開示を全件開いていない。

・2025-11-27 以降の人事異動、訴訟、会社分割効力日変更、公認会計士等の異動、株主総会関連、その他の重要適時開示について、一覧に掲載された全項目の原文確認と内容抽出。今回、原文を開いて数値・内容を確認できた個別適時開示は 2025-12-02 の自己株式公開買付け結果と 2026-04-30 の決算短信訂正、2026-10-14 の業績予想修正。

・EDINET 提出者ページおよび TDnet 原文ページの個別 URL・提出時刻。今回の数値抽出は会社 IR に掲載され、実際に開いた原文 PDF を優先し、EDINET/TDnet 側の個別原文は照合できていない。

・2026 年 11 月の月次業績。確認できた月次業績推移ページには 2026 年 10 月までが掲載され、11 月欄は空欄。

・月次業績推移ページの公開・更新年月日。ページには対象月の数値があるが、閲覧したページ上で公開日を判定できなかった。

・第 65 期事業報告・株主通信の独立した冊子としての資料、および 2026 年 11 月 27 日までの最新決算説明動画の全文。IR 一覧で掲載の有無は確認したが、動画内容や別冊資料の全内容は確認していない。

・2026 年 4 月 20 日決算短信の当初値と、4 月 30 日訂正後値・5 月 27 日有価証券報告書記載値の全項目別差分。訂正理由と有価証券報告書の主要数値は確認したが、訂正 PDF 全 22 ページの差分を全表で照合していない。

・本次未读取経済産業省 2026 年 9 月商業動態統計速報中スーパー销售额及同比数据表内数值；F07 仅记录统计范围及公开日。

・截至研究截止日 2026-11-27，协会页面列出 2026 年 10 月实绩资料已于 2026-11-20 发布，但本次未读取其表内数值；本阶段协会行业销售事实采用已实际读取的 2026 年 9 月速報。

・北海道・東北地方样本未拆分山形县、宫城县；本阶段未取得两县超市市场规模、县别销售增速或经营者份额的可核验最新数字。

・アークス、イオン、バローホールディングス、ベルク中间期的会计期间与财务披露口径不同；尤其イオン为多业态集团，其集团指标不等同于食品超市分部指标。

・官方月次業績推移页面未显示该表的发布日期或更新时间；因此月次来源 published_at 留空，事实日期采用 2026 年 10 月期间末。

・「とくし丸」（拠点：ヤマザワ清住町店）公告未提供单车销售、成本、利润及实际启运后的经营结果；截至研究截止日，公告所列开业日 2026-12-04 仍在未来。

・「VR シェルフ」实证实验公告未披露 2026-11-03、2026-11-07 实验的购买人数、成交额、物流成本、用户调查结果或商业化决策。

・本次检索未取得 2026-08-29 至 2026-11-27 期间 Arcs、AEON、Valor Holdings、Belc 及地区竞争者的可核验重大新闻或同业月次原始资料；也未完成该期间监管或政策变化的系统核查，故不据此断言不存在相关事件。

・已关闭：S28 仅转载站链接的问题。已找到并实际读取三团体官方网站原始 PDF；F71 提供可替换来源的官方网址和原表数字。

・已部分关闭：超市行业全国及北海道・東北地方 2026 年 9 月销售增速、山形县 2026 年 10 月人口与户数、宫城县 2025 年人口年龄结构已有官方统计；但没有取得山形县同一时点的完整年龄结构以及两县超市县别市场规模、县别销售增速。

・已部分关闭：公司整体门店数、山形／宫城门店分布、公司单体员工及兼职折算人数已核实；未取得截至研究截止日按超市、药店、调剂药局分别列示的最新门店数、分店毛利率、店均销售额、坪效和各分部客流。

・已部分关闭：公司 65 期上期全店及既存店销售、客数、客单价同比与 2026 年 9 月行业样本可作方向性对照；不同统计样本与口径不完全可比，2026 年 10 月及更晚的县别行业对照尚未核验。

・已部分关闭：公司已在有価証券報告書中明确列出人口缩减、业态竞争及采购、能源、物流、建设和劳动力成本风险；但这些风险各自对客流、毛利和营业利润的金额影响未量化，地区食品零售商采购成本与售价传导数据仍缺。

・仍未关闭：中期经营计划截至 2026-11-27 的门店改装、新店、药品／调剂店、MH 削减和成本改革逐项完成率、投入额及投资回报；本次检索到的公司治理披露仅说明月度董事会审议计划、预算和设备投资，未看到可核验的逐店回报或偏差纠正指标。

・仍未关闭：山形、宫城市场中ヨークベニマル、みやぎ生協、イオン系及其他经营者的县别市场份额、门店分布变动；北海道・東北地方行业样本不能替代两县市场份额。

・仍未关闭：与アークス、イオン、バローホールディングス、ベルク按一致期间、食品超市分部和门店口径比较销售生产率、资本效率、工资及物流成本；多业态集团合并指标不可直接替代食品超市可比值。

・仍未关闭：不盈利门店清单与退出安排、劳动力短缺量化、供应商集中度、供应链中断损失、食品安全事件损失及其现金流敏感度；本次只核实到公司披露的总体风险类别及 2026 年 2 月期减值金额。

・已部分关闭：政策保有株式的公司政策及董事会层面的治理监督描述已核实；仍缺截至最新日期的持股规模、具体减持进度、逐项检视结果、资本成本／ROE 目标及股东回报与投资需求的量化匹配。

・仍未关闭：截至 2026-11-27 公司、同业、地区竞争者及监管政策所有最新新闻和适时开示的完整逐条核验；本阶段未据此断言不存在其他重要事项。

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。