

# ホリスティック企業レポート

サンエイ  
SANEI

6230 東証二部

新規上場会社紹介レポート  
2020年12月29日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20201228

給排水器具等の製造販売会社、国内3工場と海外1工場を擁す  
デザイン性の高いブランド展開で、注文及び分譲住宅向けに強みアナリスト: 松尾 十作 +81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

## 【6230 SANEI 業種: 機械】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2019/3	20,805	0.2	899	-	938	-9.2	608	18.5	310.7	4,202.8	30.0
2020/3	21,346	2.6	1,088	21.0	1,095	16.8	726	19.3	370.7	4,537.9	45.0
2021/3 予	20,800	-2.6	999	-8.2	997	-9.0	659	-9.2	325.1	-	70.0

(注) 1. 連結決算、2019/3期の前期比は2018/3期単体比、2021/3期の予想は会社予想  
2. 2020年1月2日付で1:10の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	2,918円 (2020年12月28日)	本店所在地 大阪府 大阪市
発行済株式総数	2,220,000株	設立年月日 1960年12月21日
時価総額	6,478百万円	代表者 西岡 利明
上場初値	3,525円 (2020年12月25日)	従業員数 647人 (2020年9月末)
公募・売価	2,200円	事業年度 4月1日~翌年3月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度末翌日から3カ月以内
		【主幹事証券会社】 大和証券 【監査人】 ひびき監査法人

## &gt; 事業内容

## ◆ 住宅向けが9割の水まわり製品の専門メーカー

SANEI(以下、同社)グループは、同社といずれも連結対象の完全子会社であるアクアエンジニアリング、大連三栄水栓有限公司、FLUSSO(フルッソ)の4社で構成され、水まわり製品(給水栓・給排水金具・継手及び配管部材等)の製造販売を行っている。売上高の凡そ9割が住宅向けで、宿泊施設等の非住宅向けが1割となっている。生産拠点は、岐阜県各務原市の岐阜工場と大伊木工場、大阪市の鴨野工場の国内3工場と中国の大連にある工場の4拠点体制である。

## ◆ 販売ルートは4ルート

同社グループは、水栓金具事業の単一セグメントであるが、売上高を販売ルート別に管工機材、リテール、メーカー、海外・その他の4つに区分している(図表1)。

【図表1】20年3月期販売ルート別売上高

(単位:百万円)

販売ルート別	備考	売上高	構成比	前期比
管工機材ルート	水まわりの資材を扱う管材店への販売	8,843	41.4%	1.0%
リテールルート	ホームセンターや家電量販店への販売	7,022	32.9%	2.8%
メーカールート	総合住宅設備機器メーカーへの製品供給	4,940	23.2%	7.3%
海外ルート・その他	アジア諸国への輸出ルート等	539	2.5%	-12.0%
全体		21,346	100.0%	2.6%

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

管工機材ルートは水まわりの資材を取り扱う管材店への販売で、比較的新設着工住宅向けが多い。リテールルートは全国展開しているホームセンタ

一及び家電量販店等への販売で、リフォーム向けが多い。メーカールートは、総合住宅設備機器メーカーへの製品供給である。海外ルート・その他は、中国、台湾、インドネシア、タイへの輸出等である。

これら4つの販売ルートに対し、全国に4支店、24営業所を設置している。リテールルートとメーカールートは各支店、管工機材ルートは各支店と24営業所、海外ルートは東京と大阪の支店が担当している。

> 特色・強み

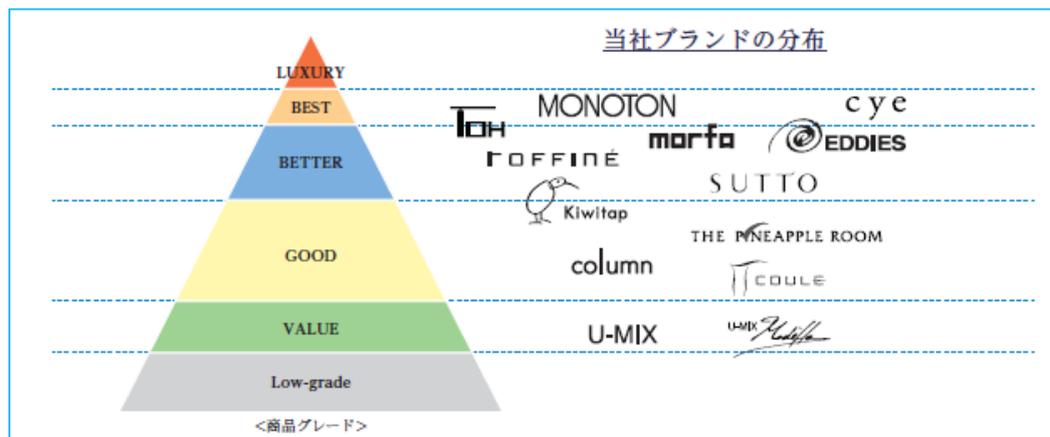
◆ 多様なブランドを展開

同社の特徴は水まわり製品を、インテリアを構成する素材の一つと位置づけし、普及品から高価格帯まで、多数のブランドを揃えている点にある。住居で利用されるほか、ホテルのスイートルームやペン트ハウスでの利用も想定した品揃えをしている(図表2)。

同社の製品が最も売れている商品グレードは図表2のGOODのゾーンで、「Kiwitap」、「THE PINEAPPLE ROOM」、「column」、「COULE」のブランドがある。こうしたブランドの多様さで、注文及び分譲住宅市場に強みがあると同社は自負している。

【図表2】商品グレード別ブランド一覧

～ 高級グレードを中心に空間コンセプトに調和するデザイン、ブランドを展開 ～



(注) 商品グレードは、住宅の価格帯に対応している  
(出所) 届出目論見書

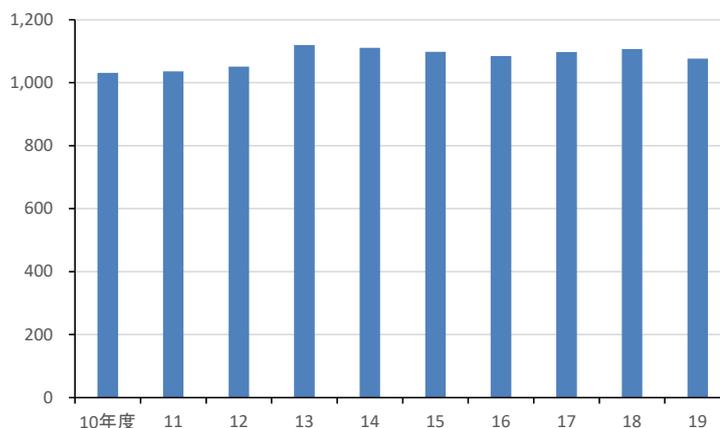
1954年に個人商店で創業し60年に株式会社に改組したが、18年に経営方針を「水道メーターから蛇口までの水道インフラ全体をカバーする製品作り」から、「水まわりにおける住空間全体をトータルに提案できるメーカーを目指す」へと転換した。経営方針転換と海外でも読まれ易くするため、社名を三栄水栓製作所から現社名に変更した。

> 事業環境

◆ 給排水栓の生産額はほぼ横ばいで推移

経済産業省の統計によると19年度の給排水栓の生産額は1,077億円で、10年度以降1,100億円を挟んで推移している(図表3)。住宅着工戸数は19年度883千戸と10年度比7.9%増だが、戸数より相関度がより高いと言われている床面積は19年度73百万㎡と同1.0%減であり、大きな変化がなかったため給排水栓の生産額はほぼ横ばいで推移したと思われる。生産額ベースでのシェアは11%と同社は推定している。

【図表3】給排水栓の生産額推移 (単位:億円)



(出所) 経済産業省資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 競合

給排水栓製造の会社は、標準化した製品を量産する会社と特別な仕様に基づき受注生産をする会社に大別されるが、同社を含め上場会社クラスは、量産ながら多様な製品構成で需要に対応している。特に同社は、ブランドを多数揃えることで様々な需要に応えている。

給排水栓において同社が特に競合先と捉えているのは上場会社では4社ある。2社は総合住宅設備機器メーカーであり、2社が専門メーカーである。TO TO (5332 東証一部)等の総合住宅設備機器メーカーは競合先ではあるものの、同社が部材を納品する会社でもあることから協業先でもある。専門メーカーでは前澤給装工業(6485 東証一部)、KVK(6484JQS)があり、専門メーカーとして同社が最後発である。専門メーカー2社は、水まわり製品を殆どブランド付けしていないため、ブランド数は同社が一番多いとしている。

> 業績

◆ 業績推移

同社の業績は、16/3期から開示されている(図表4)。売上高経常利益率は、16/3期は2.4%だが、17/3期以降は5%前後で推移している。

17/3期に売上高経常利益が改善したのは、銅等の原材料価格の下落や原価低減の取組みが奏功したためである。18/3期以降は、原材料価格の上昇

を製品価格へ転嫁したり、経常的な原価低減活動により、売上高経常利益率が5%前後で推移してきた。

【 図表 4 】 業績推移

(単位:百万円)



(注) 18/3期以前は単体、19/3期以降は連結

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 20年3月期業績

20/3期は、売上高 21,346 百万円(前期比 2.6%増)、営業利益 1,088 百万円(同 21.0%増)、経常利益 1,095 百万円(同 16.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 726 百万円(同 19.3%増)であった(図表 5)。

【 図表 5 】 20年3月期業績

	19/3期		20/3期		
	百万円	構成比	百万円	構成比	前期比
売上高	20,805	100.0%	21,346	100.0%	2.6%
管工機材ルート	-	-	8,843	41.4%	1.0%
リテールルート	-	-	7,022	32.9%	2.8%
メーカールート	-	-	4,940	23.2%	7.3%
海外ルート・その他	-	-	539	2.5%	-12.0%
売上原価	14,690	70.6%	14,948	70.0%	1.8%
売上総利益	6,115	29.4%	6,397	30.0%	4.6%
販売費及び一般管理費	5,216	25.1%	5,309	24.9%	1.8%
営業利益	899	4.3%	1,088	5.1%	21.0%
経常利益	938	4.5%	1,095	5.1%	16.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	608	2.9%	726	3.4%	19.3%

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

ルート別売上高では、管工機材ルートは 8,843 百万円(前期比 1.0%増)、リテールルートは 7,022 百万円(同 2.8%増)、メーカールートは 4,940 百万円(同 7.3%増)、海外ルート・その他は 539 百万円(同 12.0%減)であった。メーカー

ルートの増収率が高かったのは、混合栓及びシャワーヘッド製品で総合住宅設備メーカーが同社の混合栓及びシャワーヘッド製品を新規に採用したためである。

売上総利益率は前期比 0.6%ポイント改善の 30.0%であった。最新鋭の金型鋳造設備の導入や一部生産工程の自動化等の品質向上及びコスト改善による採算性向上が補った。販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同 1.8%増、販管費率は同 0.2%ポイント改善の 24.9%であった。販管費の増加は輸送コストの増加が影響した。売上総利益率及び販管費率の改善により営業利益率は同 0.8%ポイント改善の 5.1%となった。

#### ◆ 21年3月期第2四半期累計業績

21/3期第2四半期累計(以下、上期)業績は、売上高 10,359 百万円、営業利益 649 百万円、経常利益 656 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 457 百万円であった。

売上総利益率は 32.4%と 20/3 期通期 30.0%と比べ 2.4%ポイント改善した。採算性の高い製品、例えばレバーへの接触が少なくて済む水栓等の高付加価値製品の売上構成比が上昇したことや、販売ルート別では、比較的採算の良いリテールルートの売上構成比が上昇したことにより売上総利益率が改善した。販管費率は 26.1%と 20/3 期通期 24.9%と比べ 1.2%ポイント上昇したものの、売上総利益率の改善効果が大きく、営業利益率は 6.3%と 20/3 期通期の 5.1%と比べ 1.2%ポイント改善した。

#### ◆ 21年3月期業績の会社予想

同社の 21/3 期業績予想は、新型コロナウイルス感染症拡大による影響を考慮して 20 年 6 月に見直した数値である(図表 6)。

【 図表 6 】 21 年 3 月期業績予想

	20/3期		21/3期予想		
	百万円	構成比	百万円	構成比	前期比
売上高	21,346	100.0%	20,800	100.0%	-2.6%
管工機材ルート	8,843	41.4%	8,750	42.1%	-2.2%
リテールルート	7,022	32.9%	7,100	34.1%	1.1%
メーカールート	4,940	23.2%	4,400	21.2%	-10.9%
海外ルート・その他	539	2.5%	550	2.6%	2.0%
売上原価	14,948	70.0%	14,404	69.3%	-3.6%
売上総利益	6,397	30.0%	6,396	30.8%	0.0%
販売費及び一般管理費	5,309	24.9%	5,396	25.9%	1.6%
営業利益	1,088	5.1%	999	4.8%	-8.2%
経常利益	1,095	5.1%	997	4.8%	-9.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	726	3.4%	659	3.2%	-9.2%

(出所)「東京証券取引所市場第二部への上場に伴う当社決算情報等のお知らせ」を基に証券リサーチセンター作成

売上高は20,800百万円(前期比2.6%減)、営業利益は999百万円(同8.2%減)、経常利益は997百万円(同9.0%減)、親会社株主に帰属する当期純利益は659百万円(同9.2%減)である。

売上高については、約9割を占める既存先では顧客別・製品群別に立案した数値をとりまとめ、新規取引先も各ルート別での重要施策を考慮に入れて計画を策定している。ルート別売上高では、管工機材ルートは8,750百万円(前期比2.2%減)、リテールルートは7,100百万円(同1.1%増)、メーカールートは4,400百万円(同10.9%減)、海外ルート・その他は550百万円(同2.0%増)を見込んでいる。

管工機材ルートは、重点市場と位置付けていた非住宅市場(主にホテルや飲食店)に対して、新型コロナウイルスの感染症対策としてのレバー水栓や非接触型の自動水栓の需要取り込みを図っているものの、住宅市場の新設住宅着工低迷を考慮し前期比微減収を想定している。なお、20年4月から10月までの新設住宅着工は床面積ベース39百万㎡(同12.2%減)となっている。

リテールルートについては、家電量販店向けは、緊急事態宣言に伴う店舗の休業や営業時間短縮で第1四半期は低迷したものの、緊急事態宣言解除後は回復の兆しが見えている。ホームセンター、家電量販店向けもリフォーム売り場で来場者への訴求力を高めるため、売り場での見せ方やレイアウト変更案の提示、新製品の陳列等を店舗に提案する取組みで前期比微増収を見込んでいる。

メーカールートは、総合住宅設備機器メーカーにおいて、同社製品を除く部品調達懸念やショールームの休館による販売活動の制限、住宅着工の低迷等の経営環境が厳しい局面であることを踏まえ、前期比二桁減収を見込んでいる。

海外ルート・その他では、新型コロナウイルス禍により、新市場の開拓は進みにくいものの、同社として市場の大きい中国及び台湾は、新型コロナウイルス禍からの経済活動の再開が比較的早かったため堅調な見通しとしている。

売上原価は14,040百万円(前期比3.6%減)、売上原価率は前期比0.7%ポイント低下の69.3%と想定している。売上原価率の改善は、高付加価値製品の販売比率の上昇と、外注部品の内製化及び機械設備の導入によるコスト改善を見込むためである。

販管費は上場関連費用、20年7月に設立したFLUSSOの立ち上げによる増加を見込み5,396百万円(前期比1.6%増)、販管費率は前期比1.0%ポイント悪化の25.9%を想定している。売上総利益率の改善を販管費率の上昇が

上回り、営業利益は同 8.2%減としている。

特別損益については、特別利益と特別損失をそれぞれ2百万円と想定し、親会社株主に帰属する当期純利益は前期比 9.2%減の 659 百万円予想としている。

#### ◆ 成長戦略

成長戦略として、同社が販売ルート別の施策は、以下のとおりである。

管工機材ルートは、管材店から水まわり製品を仕入れている工務店へのアプローチを強化している。ブランド数の多さを背景に、住宅での水回りのデザインの統一や、新型コロナウイルス感染症対策として、接触頻度を減らすタッチパネル式の水栓、新たに玄関に洗面所を設置するなどの水まわりを追加する等の提案営業を積極化している。

量販店ルートでは、提案型の売り場を持つ、全国展開しているホームセンターや家電量販店の開拓を掲げている。この販売ルートではリフォーム需要の取りこみが主体のため、水回りのデザイン統一、インテリアとの調和をテーマとする新しい住生活の提案活動に注力している。

非住宅市場向けの売上構成比は凡そ1割だが、構成比を高めたいとしている。そのため、ホテルや旅館の宿泊市場の開拓に注力し、なかでもスイートルーム等の高級ゾーンをターゲットとしている。そのため同社は、高級浴槽の製造及び販売を目的として、FLUSSOを設立した。

### > 経営課題/リスク

#### ◆ 経営陣の株主保有比率が高い

同社の筆頭株主は代表取締役社長の西岡利明氏で、保有持ち株比率は31.5%である。第2位の株主は代表取締役副社長の吉川正弘氏で、26.1%を保有している。経営陣合計では62.2%と過半を有している。したがって、経営陣は株主総会の決議事項に関する拒否権を有している。

#### ◆ 原材料価格の高騰について

同社の事業は水まわり製品の製造販売だが、銅合金などを使用している。原材料価格の上昇が同社想定以上となった場合、同社グループの経営成績及び財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

【 図表 7 】 財務諸表

損益計算書	2019/3		2020/3		2021/3 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	20,805	100.0	21,346	100.0	10,359	100.0
売上原価	14,690	70.6	14,948	70.0	7,004	67.6
売上総利益	6,115	29.4	6,397	30.0	3,355	32.4
販売費及び一般管理費	5,216	25.1	5,309	24.9	2,706	26.1
営業利益	899	4.3	1,088	5.1	649	6.3
営業外収益	64	-	30	-	17	-
営業外費用	26	-	22	-	10	-
経常利益	938	4.5	1,095	5.1	656	6.3
税引前当期純利益	940	4.5	1,081	5.1	688	6.6
当期(四半期)純利益	608	2.9	726	3.4	457	4.4

貸借対照表	2019/3		2020/3		2021/3 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	10,514	62.3	11,400	63.8	11,305	63.3
現金及び預金	1,124	6.7	1,415	7.9	1,430	8.0
売上債権	4,232	25.1	5,177	29.0	4,806	26.9
棚卸資産	5,004	29.7	4,610	25.8	4,925	27.6
固定資産	6,349	37.7	6,477	36.2	6,563	36.7
有形固定資産	4,495	26.7	4,589	25.7	4,520	25.3
無形固定資産	93	0.6	96	0.5	88	0.5
投資その他の資産	1,760	10.4	1,791	10.0	1,954	10.9
総資産	16,863	100.0	17,878	100.0	17,869	100.0
流動負債	6,328	37.5	6,687	37.4	6,072	34.0
買入債務	4,126	24.5	4,349	24.3	3,937	22.0
短期借入金	750	4.4	776	4.3	750	4.2
1年内返済予定の長期借入金	439	2.6	216	1.2	224	1.3
固定負債	2,297	13.6	2,296	12.8	2,482	13.9
長期借入金	538	3.2	503	2.8	657	3.7
純資産	8,237	48.8	8,894	49.7	9,314	52.1
自己資本	8,237	48.8	8,894	49.7	9,314	52.1

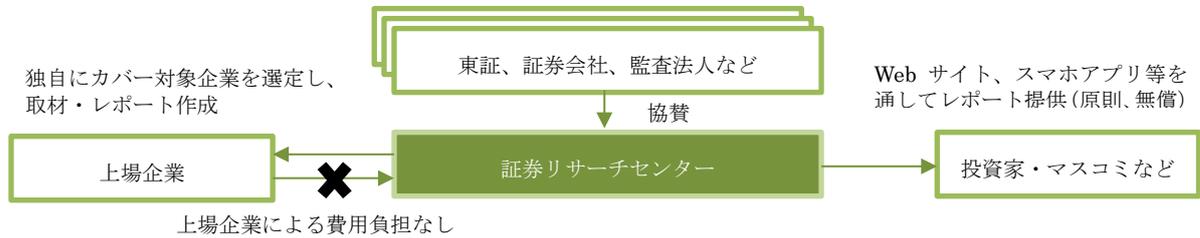
キャッシュ・フロー計算書	2019/3		2020/3		2021/3 2Q累計	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	750	1,164	193			
減価償却費	414	446	201			
投資キャッシュ・フロー	-239	-566	-238			
財務キャッシュ・フロー	-543	-293	76			
配当金の支払額	-	-	-			
現金及び現金同等物の増減額	-41	291	15			
現金及び現金同等物の期末残高	604	895	910			

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。