

# ホリスティック企業レポート

## 新日本製薬

### 4931 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2020年7月10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 20200707

## オールインワン化粧品でトップシェアのブランドを持つファブレスメーカー 中長期の成長に向けて第2の「定番商品」を開発・投入できるかに注目

### 1. 会社概要

・新日本製薬(以下、同社)は、オールインワン基礎化粧品やヘルスケア商品のファブレスメーカーで、「パーフェクトワン」はオールインワンスキンケア化粧品の分野でトップシェアを獲得している旗艦ブランドである。

アナリスト:藤野敬太  
+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

### 2. 財務面の分析

・14/3期を起点とする19/9期までの平均成長率は、売上高は年率12.5%、経常利益は同4.4%だった。14年に「パーフェクトワン」へのリブランドのため、15/3期と16/3期に広告宣伝費を大幅に増額して利益率の低下を招いたが、トップシェア獲得等の効果を得て増収につながった。

・通販主体で展開する上場化粧品会社との比較では、成長性指標が総じて他社より高いものの、売上拡大に向けての費用増で売上高営業利益率は他社より低く、また、自己資本比率も他社より低い。

#### 【主要指標】

	2020/7/3
株価(円)	1,665
発行済株式数(株)	21,611,300
時価総額(百万円)	35,983

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	14.6	17.9	15.5
PBR(倍)	2.8	2.5	2.2
配当利回り(%)	1.1	1.7	1.9

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、データベースマーケティングのノウハウの蓄積(組織資本)と、そのノウハウを蓄積し続けてきた現代表取締役社長の存在(人的資本)にある。この蓄積があったからこそ、旗艦ブランドのリブランディングを決断することができ、「パーフェクトワン」をオールインワン化粧品のトップブランドに押し上げることに成功した。

#### 【株価パフォーマンス】

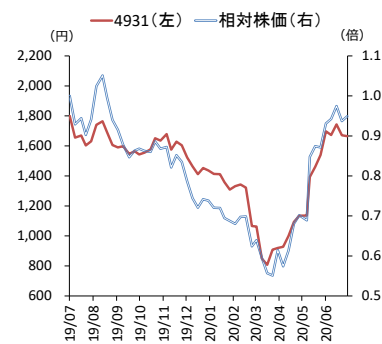
	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	-3.7	45.7	5.0
対TOPIX(%)	-3.3	37.4	5.8

### 4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、商品力の強化、販売チャネルの多様化、費用構造の見直しが挙げられる。

・同社は「定番商品」の拡充を事業戦略の根幹とし、「パーフェクトワン」の更なる定番化を進めていく。ヘルスケア領域での新たな定番商品の拡充に向けては、30代女性とEC販売に適した商品開発を行う方針である。

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2019/7/5

### 5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、競争優位性の源泉は磨き続けてきたデータベースマーケティングの仕組みにあると評価している。EC販売に適した商品開発を志向し、また、卸売販売が増加傾向にあることから、コールセンター経由の通信販売で顧客のニーズを拾い上げていくという同社のビジネスモデルの強みが発揮しづらくなる可能性もあろう。売上構成比の変化とともにビジネスモデルをどう改良していくかに注目していきたい。

#### 【4931 新日本製薬 業種:化学】

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)
2018/9	31,210	10.0	2,493	15.9	2,499	9.9	1,751	18.6	174.5	409.6	35.0
2019/9	33,570	7.6	2,864	14.9	2,828	13.1	1,824	4.1	114.0	590.4	17.5
2020/9 CE	35,000	4.3	3,150	10.0	3,130	10.7	2,010	10.2	93.0	-	28.0
2020/9 E	34,942	4.1	3,101	8.3	3,109	9.9	2,007	10.0	92.9	665.8	28.0
2021/9 E	37,987	8.7	3,564	14.9	3,592	15.5	2,320	15.6	107.4	745.2	32.0
2022/9 E	40,829	7.5	3,928	10.2	3,956	10.1	2,555	10.1	118.2	831.4	36.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、19年6月の上場時に1,030,000株の公募増資を実施(オーバーアロットメント分の730,000株を含む)  
19年3月1日に1:10の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

#### ベーシック・レポート

2/35

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ オールインワン基礎化粧品トップシェアブランドを持つ会社

新日本製薬(以下、同社)は、商品の企画及び開発、マーケティング、販売に特化し、生産は外部企業に委託するファブレスメーカーである。同社の旗艦ブランドである「パーフェクトワン」は、14年に実施したリブランディングによりブランドの浸透に成功し、化粧水、乳液、クリーム、美容液等の機能がすべて含まれるオールインワンスキンケア化粧品の市場でトップシェアを獲得している。

「パーフェクトワン」の顧客は40歳以上の女性が大半で、販売チャネルはコールセンター経由の通信販売が中心である。広告宣伝費をかけて集客し、コールセンターで対応することにより獲得した顧客のニーズや要望等についての情報を商品の改良や開発に活かしていくというデータベースマーケティングの仕組みを確立していることが、同社の最大の強みである。

この仕組みがあるおかげで、「パーフェクトワン」が継続購入率の高い「定番商品」に育ったと言っても過言ではない。

#### ◆ 化粧品の通信販売中心の売上構成

同社の売上高は、チャネル別には通信販売、直営店舗販売・卸売販売、海外販売の3つに、商品別には化粧品、ヘルスケア商品(健康食品、機能性表示食品、医薬品)の2つにそれぞれ分類されている。

チャネル別には、通信販売の売上構成比が9割を超えているが、直営店舗販売・卸売販売、海外販売の伸びの方が高いため、通信販売の売上構成比は緩やかに低下してきている。

商品別には、化粧品の売上構成比が9割を超えており、しかも、その構成比は徐々に上がってきている。

【図表1】チャネル別・商品別売上高

(単位:百万円)

	売上高				前期比 / 前年同期比			売上構成比			
	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	18/9期	19/9期	20/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期
				上期							
【チャネル別】											
通信販売	26,826	29,080	30,804	15,431	8.4%	5.9%	1.1%	94.6%	93.2%	91.8%	91.7%
直営店舗販売・卸売販売	1,416	1,703	2,151	1,105	20.2%	26.3%	10.8%	5.0%	5.5%	6.4%	6.6%
海外販売	124	426	614	296	242.0%	43.9%	2.5%	0.4%	1.4%	1.8%	1.8%
【商品別】											
化粧品	—	27,209	30,575	15,498	—	12.4%	3.5%	—	90.5%	91.1%	92.1%
ヘルスケア商品	—	4,001	2,994	1,335	—	-25.2%	-15.0%	—	9.5%	8.9%	7.9%
合計	28,372	31,210	33,570	16,834	10.0%	7.6%	1.7%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) 新日本製薬有価証券報告書、四半期報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ 化粧品と通信販売の観点からビジネスモデルを概観

同社の売上高の中心は、商品別には化粧品、販売チャネル別には国内の通信販売であるため、この項では、化粧品と国内の通信販売の観点から同社のビジネスモデルを概観する。

### ◆ オールインワンタイプの皮膚用化粧品（基礎化粧品）

経済産業省の「生産動態統計年報」によると、化粧品は、「香水・オーデコロン」、「頭髮用化粧品」、「皮膚用化粧品」、「仕上用化粧品」、「特殊用化粧品」に分類される。このうち、「皮膚用化粧品」は、一般的に「基礎化粧品」または「スキンケア化粧品」と呼ばれる（以下、基礎化粧品と表す）。

基礎化粧品は、皮膚を清潔で健康的な状態に保ち、肌質を整えることを目的とするものであり、目的に応じて、洗顔クリーム・フォーム、クレンジングクリーム、マッサージ・コールドクリーム、モイスチャークリーム、乳液、化粧水、美容液、パック等に細分されている。

皮膚の手入れのため、どれか一種類を使えば全て事足りるというのではなく、目的に応じて使い分けることになる。当然、目的に応じてすべてを取り揃えるには多くの費用がかかり、また、ひとつずつ使っていくと、毎日の皮膚の手入れに時間がかかることになる。

手入れのためにかける費用と時間を節約したいという消費者の潜在的な需要があるところに登場したのが、オールインワンタイプの基礎化粧品である。

### ◆ 定番化した基礎化粧品ブランド「パーフェクトワン」シリーズ

同社の全売上の90%以上を占める化粧品の多くが基礎化粧品だが、その取り扱いは、05年のオールインワンスキンケア商品「RAFFINE（ラフィネ）」シリーズの販売に遡る。翌06年に「ラフィネ パーフェクトワン」を発売したが、顧客への訴求力が高いことを受け、14年にブランド名を「ラフィネ」からシンプルスキンケアブランド「PERFECT ONE（パーフェクトワン）」にリブランディングし、現在に至っている。

「パーフェクトワン」シリーズの主力商品は、「パーフェクトワン オールインワン美容液ジェル」であり、化粧水、乳液、クリーム、美容液、パック、化粧下地の6役を1商品で果たすシンプルスキンケア商品として展開している。「パーフェクトワン オールインワン美容液ジェル」には、機能や使用感、肌の状態に応じて、「保湿ケア」、「高保湿」、「美白ケア」、「リフトケア」の4つのタイプの商品が用意されている。

「パーフェクトワン オールインワン美容液ジェルシリーズ」は、発売開始の06年5月から19年11月までに累計5,500万個を販売しており、富士総研の調査によると、国内オールインワンスキンケア市場において4年連続で売上首位となるほどの主力商品になっている。また、同社の化粧品売上の約8割が「パーフェクトワン オールインワン美容液ジェルシリーズ」によるものとなっている。

なお、同社の化粧品は約50種類あり、色のバリエーションが違うものも異なるアイテムと捉えると、同社の化粧品のアイテム数は約100SKU<sup>※</sup>となっている。

注) SKU

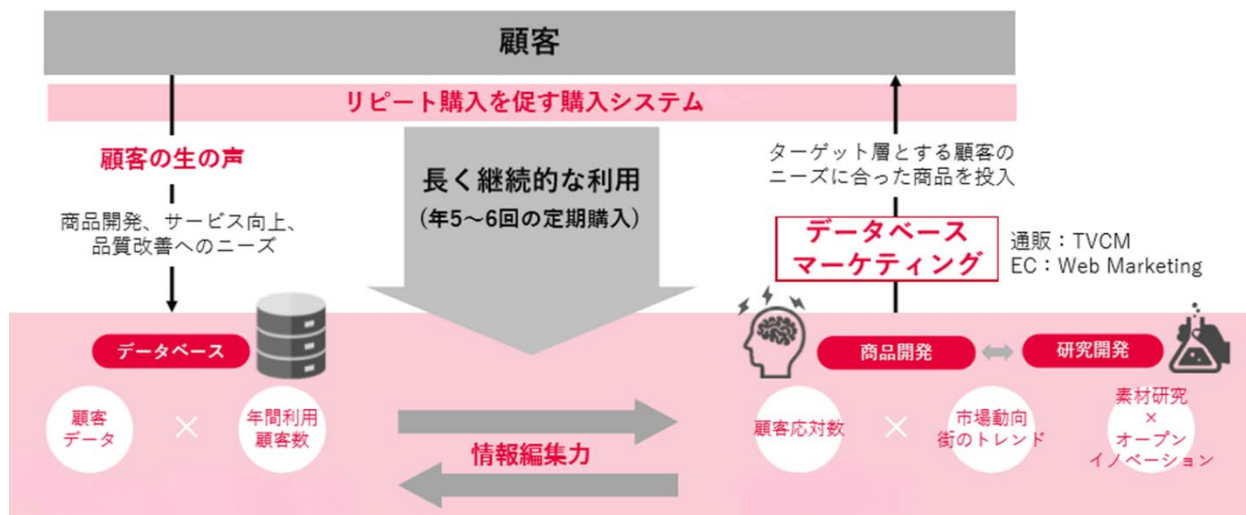
Stock Keeping Unitの略。物流における受発注や在庫管理を行う場合の最小単位。  
同じ商品であっても、色の違いやパッケージの違いで区別するため、商品数よりも多くなる。

◆ データベースマーケティングに基づいた商品開発と販売企画

「パーフェクトワン」は、皮膚の手入れに使われる基礎化粧品であることを活かし、顧客が年に5回から6回の頻度で定期的に購入をするような商品として企画、商品化されている。

そのような商品開発を可能にしているのが、コールセンターを中心に展開しているデータベースマーケティングのビジネスモデルである(図表2)。なお、同社の国内売上高の9割以上が通信販売経由である。通信販売に分類されるチャンネルにはEC販売も含まれるが、コールセンター経由での販売が主体である。

【図表2】データベースマーケティングに基づくビジネスモデル



(出所) 新日本製薬決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

同社はまず、各種メディア媒体での広告宣伝を通じて商品の認知を進め、注文や問い合わせ等のためにコールセンターへ電話をすることを促している。そして、対応したコールセンターにて、顧客データベー



スを拡充していく。19年9月末時点で、440万人分の顧客データが蓄積されている。そのうちの約90%が女性で、そのうち40歳以上が約95%のため、40歳以上の女性人口の約9%をカバーしていることになる。

また、19/9期の年間利用顧客数が156万人である。この顧客に対し、コールセンターでは、コミュニケーターと呼ばれる顧客対応スタッフが月平均20万人からの注文や問い合わせ等に対応をしている。

コールセンター部門は約200名の陣容であり、その多くは福岡の本社に在籍するコミュニケーターである。また、自社のコールセンターとは別に、業務量の変動への対応やリスク分散のために、コールセンター業務の委託先であるパートナー企業が国内各地に複数存在している。

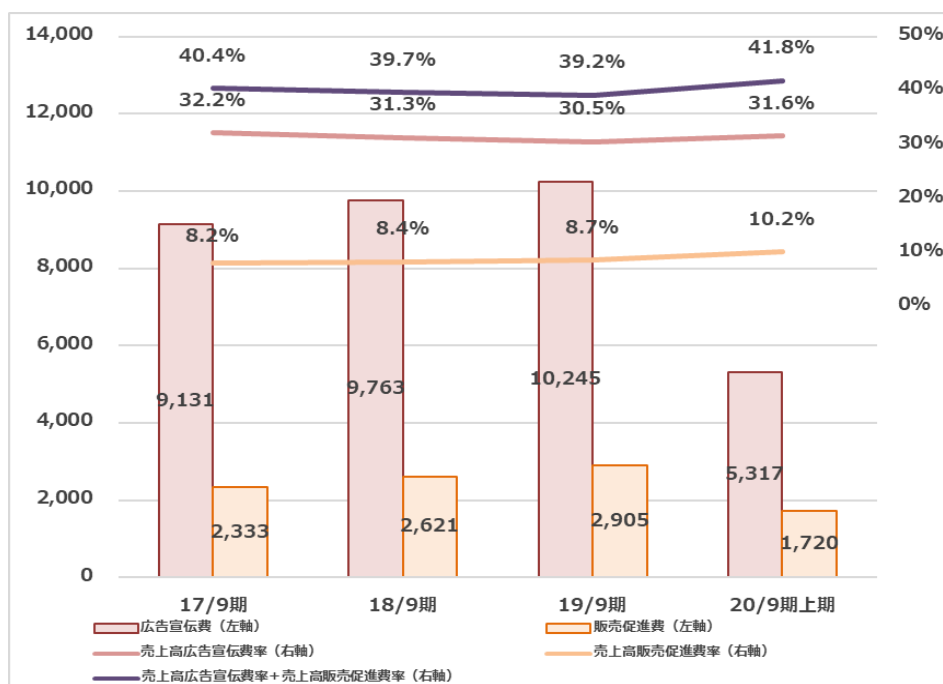
コミュニケーターとの直接のやり取りを通じて、顧客の要望や潜在需要を吸い上げ、同社の司令塔とも言うべきデータ解析部門での分析を通じて、商品開発や品質改善、サービス向上に役立てていく。その結果、商品力やサービス力が向上していくことになる。

#### ◆ 広告宣伝費を大きくかけて集客して顧客データベースを拡充

データベースマーケティングのビジネスモデルの要諦のひとつは、顧客データの蓄積のために広告宣伝費と販売促進費をかけて集客を増やすことにある。同社では、海外販売を含む全売上高の3割超に相当する金額を広告宣伝にかけている。販売促進費を含めると、全売上高の4割超に達している(図表3)。

【 図表 3 】 広告宣伝費と販売促進費の推移

(単位:百万円)



(出所) 新日本製薬有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ コールセンター以外の国内販売チャネル (1) ~ EC 販売

上述の通り、国内の販売チャネルの主体はコールセンター経由の通信販売だが、それ以外の販売チャネルも存在する。

そのひとつは、EC 販売である。国内に限っての EC 売上に関する数値の開示はないが、海外向けも含めた全社売上に占める EC 売上の割合は 19/9 期で 8.4% である。ただし、海外販売の約 90% が EC 販売とのものであるため、19/9 期の通信販売の売上構成比 91.8% の内訳は、コールセンター経由が約 85%、国内での EC 販売が約 7% になるものと推察される。

EC 販売については、コールセンターとはまた別に、約 15 名の EC 専属の部門が置かれ、コールセンター部門と連携しながらウェブマーケティングを展開している。

#### ◆ コールセンター以外の国内販売チャネル (2)

##### ~ 直営店と卸売販売

コールセンター経由の通信販売以外の販売チャネルとして、直営店と卸売販売がある。全社売上に占める割合は、両者を合わせて、19/9 期で 6.4% である。



直営店は、人口分布に合わせて国内に12カ所あり、百貨店やショッピングセンターに出店し、ビューティーアドバイザーが対面販売を行っている。情報発信拠点としての役割が大きく、今後大きく出店を増やしていく方針ではない模様である。

卸売販売の卸先は、バラエティショップやGMS(総合スーパー)、販売代理店(ネット通販や生協等)である。こうした卸売販売を通じて、同社の商品は、18/9期末時点で550店舗、19/9期末時点で585店舗にて取り扱われている。

#### ◆ 商品の製造は外部へ委託

広告宣伝費や販売促進費を大きくかける分、ファブレスメーカーとして、商品の製造は外部に委託することで、製造に関する費用を抑えている。

製造委託先は10社以上あるが、中でも日本コルマー(大阪府大阪市)は最大の委託先で、全仕入高の約3分の2を占めている。なお、製造拠点の分散を図るため、日本コルマーの複数の工場で同社の商品が製造されている模様である。

同社は品質管理部門を設け、製造委託先に対して定期的な監査等を行うことにより、商品の品質や安全性を担保している。

#### ◆ 開発体制

同社の開発は大きく商品設計と研究開発に分けられ、異なる部門がそれぞれを担当している。

このうち研究開発については、原料開発の部分から行っている。今後の商品展開を見据えながら、大学や原料メーカー等企業との共同研究開発(オープンイノベーション)を行う体制を構築している。実際、化粧品用のコラーゲンの研究開発において、東京農工大学や北海道大学との共同研究開発を実施している。

#### ◆ 物流

物流については、福岡県の吉塚に自社の物流拠点を持っている。さらに、リスク分散のために、業務の一部をパートナー企業にアウトソーシングしている。パートナー企業は埼玉県と岡山県で物流拠点を運営しており、自社拠点と合わせて3拠点体制となっている。

#### ◆ ヘルスケア商品（健康食品、医薬品）

ヘルスケア商品は同社の全売上の 10%に満たないが、健康茶からスタートし、現在は、健康食品、機能性表示食品、医薬品を多数取り揃えている。

機能性表示食品では、膝関節の屈折や柔軟性をサポートする「ロコア タック EX」、健康食品では、野菜不足を気にする人のための「朝イチスッキリ！青汁サラダプラス」、第3類医薬品ではイボや肌荒れに有効な成分を配合した錠剤「新日本製薬の生薬 ヨクイニンエキス錠 SH」といったヒット商品がある。

これらの商品は、化粧品と同様、健康食品や医薬品を製造する会社へ製造委託し、データベースマーケティングを行いながら販売をしている。

#### ◆ 海外販売

海外販売の19/9期の全社売上に占める割合は1.8%である。16年に台湾市場での通信販売開始を皮切りに始まり、18年以降は、香港市場での店舗販売、中国市場での越境EC、タイ及びシンガポールでの店舗販売を展開している。

### > 業界環境と競合

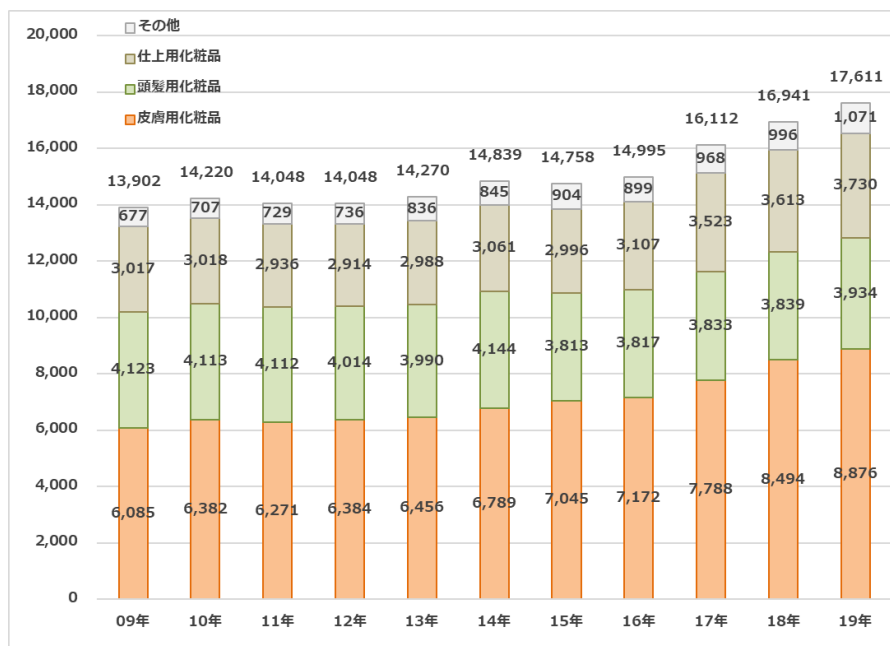
#### ◆ 化粧品の市場規模の推移

経済産業省の「生産動態統計年報 化学工業統計編」によると、19年の化粧品の市場規模はメーカーからの出荷金額ベースで1.76兆円となり、そのうちの50%にあたる8,876億円が皮膚用化粧品である。直近10年間の年平均成長率は、化粧品全体は2.4%であるのに対して、皮膚用化粧品は3.8%であり、市場全体に占める割合の高さとも合わせて考えると、皮膚用化粧品が市場全体の伸びを牽引してきたと言える（図表4）。

8,876億円の皮膚用化粧品の内訳を種類別に示したのが図表5である。同社の主力である「オールインワン 美容液ジェル」は、化粧水、乳液、クリーム、美容液、パック、化粧下地の6役をひとつにまとめたものだが、美容液や化粧水、パック等の伸びているカテゴリーの多くをカバーしていると商品と言えよう。

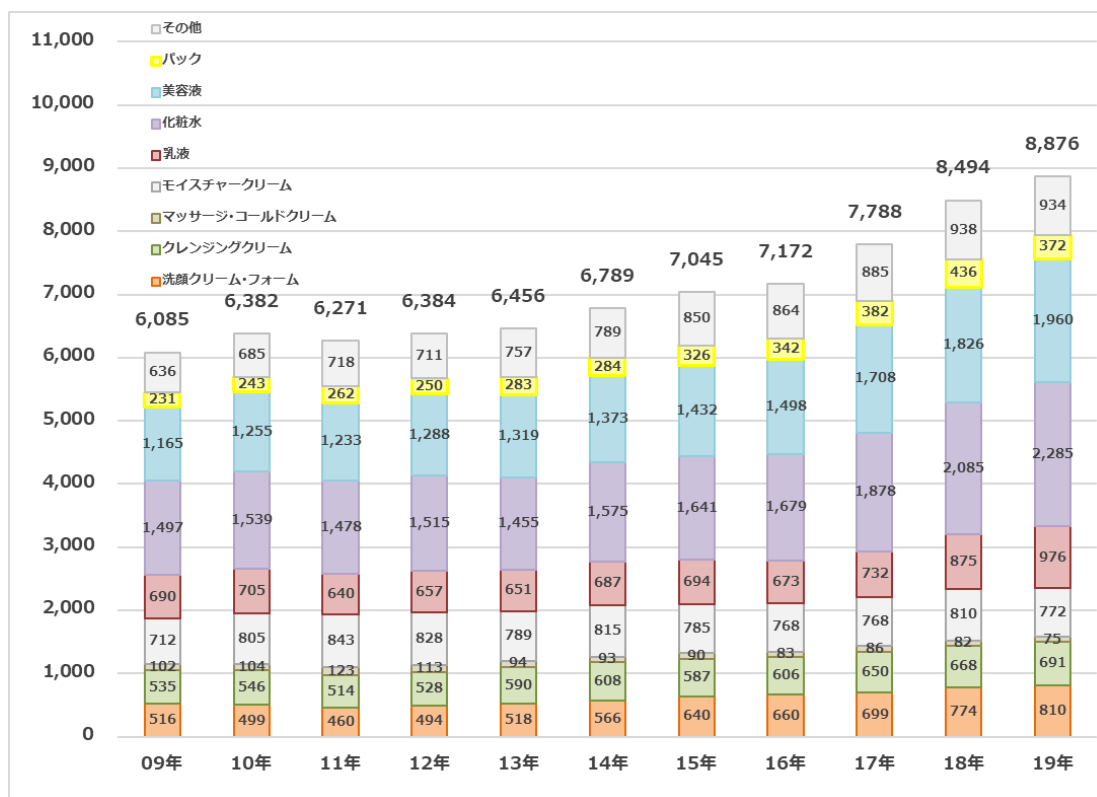
なお、経済産業省の統計とは別に、富士経済が定期的に化粧品市場について調査を行い、「化粧品マーケティング要覧」としてまとめている。こちらは販売金額ベースでの市場規模を表しており、18年のモイスター（保湿）市場は2,370億円、オールインワン化粧品市場は982億円の規模とされている。

【 図表 4 】化粧品の世界規模推移(出荷金額ベース) (単位:百万円)



(出所) 経済産業省「生産動態統計年報 化学工業統計編」より証券リサーチセンター作成

【 図表 5 】皮膚用化粧品の種類別の市場規模推移(出荷金額ベース) (単位:百万円)



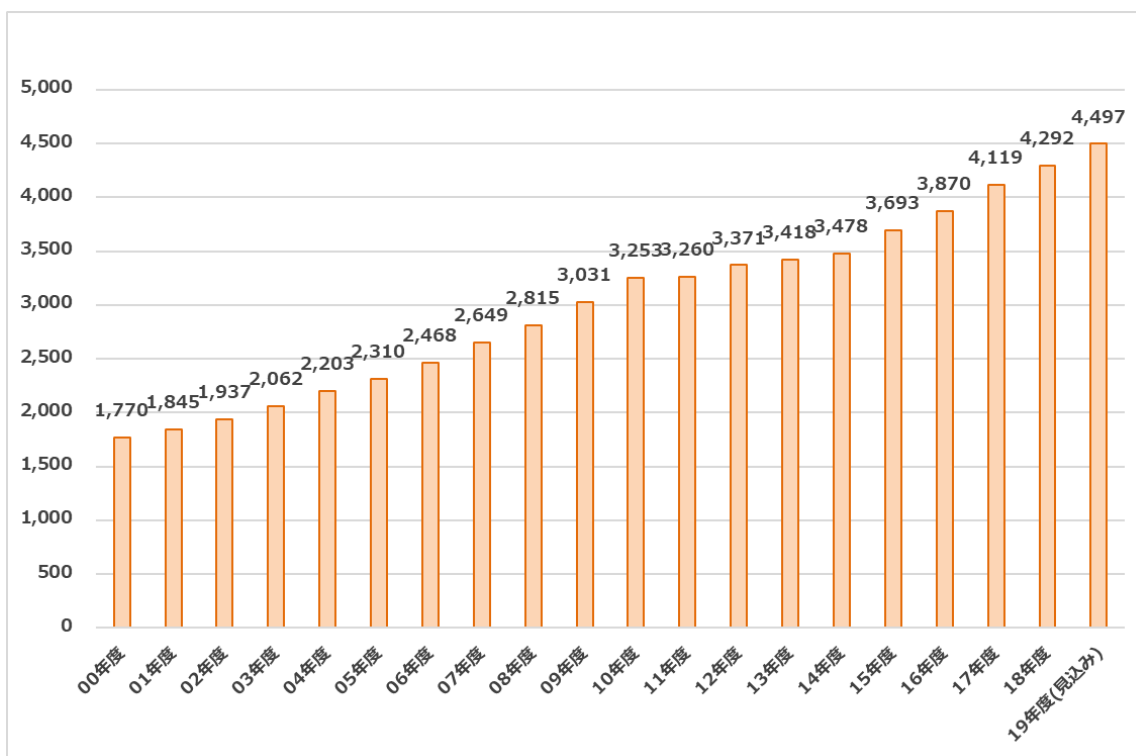
(出所) 経済産業省「生産動態統計年報 化学工業統計編」より証券リサーチセンター作成

◆ 通販化粧品の市場規模の推移

TPC マーケティングリサーチの調査によると、通販化粧品の市場規模(販売金額ベース)は18年度で4,292億円とされている。18年度までの10期間の年平均成長率は4.3%であり、東日本大震災の影響を受けて前年度比ほぼ横ばいとなった11年度を除けば、安定的に拡大してきた市場と言えよう(図表6)。

【図表6】化粧品通販の市場規模推移(販売金額ベース)

(単位:百万円)



(出所) TPC マーケティングリサーチの調査より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

通販新聞社の「18年度化粧品通販売上高ランキング」によると、同社は化粧品通販の中では2位に位置し、1位のポーラ・オルビスホールディングス(4927 東証一部)傘下のオルビスに肉薄する勢いにあるとされている(図表7)。上位の多くの会社の主力商品はスキンケア化粧品であることから、通販とスキンケア化粧品の親和性の高さがうかがえよう。

これらの会社のうち、主力商品がオールインワンのスキンケア化粧品であるのは、同社のほか、「ドクターシーラボ」のブランドを展開するシーズ・ホールディングス(東京都渋谷区)と、コカ・コーラ ボトラーズジャパンホールディングス(2579 東証一部)傘下のキューサイ(福岡県福岡市)である。

なお、富士経済の「化粧品マーケティング要覧」の調査によると、これら 3 社のブランドがオールインワンブランド化粧品市場でのシェア 1 位から 3 位を占めている(富士経済の調査では通信販売に限っていない)。3 社合わせて 50%超のシェア、同社の「パーフェクトワン」だけで約 25%のシェアを占めているとされている。

シーズホールディング(ドクターシーラボ)の「アクアコラーゲングル」は、実際にはドラッグストアでの販売が多い。そのため、顧客層は若年層も含めて幅広く、40 歳以上の女性中心の「パーフェクトワン」とは顧客層が異なっている。

キューサイの「コラリッチ」は、「パーフェクトワン」と同じく通販が主力であり、商品特性も含めて「パーフェクトワン」と競合しているものの、肌のハリや潤い等の使用感に対する顧客の嗜好が異なっているとみられる。

【図表 7】18 年度化粧品通販売上高ランキング(売上高 100 億円以上)

順位	社名	18年度売上高 (百万円)	前期比増減率	主力商品	
				ジャンル	商品名
1	オルビス	29,963	-5.0%	スキンケア	オルビスユー
2	新日本製薬	27,209	11.7%	スキンケア	パーフェクトワン モイスチャージェル
3	ファンケル	27,183	-0.8%	スキンケア	マイルドクレンジングオイル
4	再春館製薬所	24,900	-5.4%	スキンケア	ドモホルンリンクル
5	コーセー	23,309	53.7%	スキンケア	
6	シーズホールディングス (ドクターシーラボ) *	21,000	2.0%	スキンケア	アクアコラーゲングル
7	ディーエイチシー *	19,700	5.3%	スキンケア	ディーブクレンジングオイル
8	ザ・プロアクティブカンパニー *	15,000	—	スキンケア	プロアクティブ+ (プラス)
8	富士フィルムヘルスケアラボラトリー *	15,000	—	スキンケア	アスタリフト
10	キューサイ *	11,361	-7.7%	スキンケア	コラリッチ
11	協和 *	11,160	—	美容液	プラセンタエキス原液
12	資生堂(ワタシプラス) *	11,000	22.2%	スキンケア	
13	悠香 *	10,850	0.5%	石鹸	悠香の石鹸
14	ランクアップ	10,350	2.0%	スキンケア	マナラホットクレンジングジェル

(注) 調査対象決算期は 18 年 6 月～19 年 5 月 \*のついている会社の数値は通販新聞社の推定  
 新日本製薬の主力製品は当レポートでは「パーフェクトワン オールインワン美容液ジェルシリーズ」としているが、  
 通販新聞社ではそのうちのひとつの「パーフェクトワン モイスチャージェル」を主力商品としている。図表 8 では  
 通販新聞社の表記を優先して記載している。

(出所) 通販新聞社「18 年度化粧品通販売上高ランキング」より証券リサーチセンター作成

オールインワン化粧品市場では、上述の 3 ブランドが高いシェアを占めており新規参入の余地が小さいように思えるが、通販新聞社によると、オールインワン化粧品への新規参入の動きが活発化しているとの

ことである。大手化粧品会社のほか、サントリーウエルネス（東京都港区）や世田谷自然食品（東京都世田谷区）、メビウス製薬（東京都港区）といった会社が参入してきている模様である。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 沿革1 ～ 新日本リビング創業

訪問販売等を手掛けていた山田英二郎氏が、92年に、福岡県大野城市にて新日本リビングを設立した。設立当初は、販売店舗を持つ企業に対し、雑貨等の卸販売をしていた。

### ◆ 沿革2 ～ 健康食品や基礎化粧品の通信販売に参入

94年に同社は健康食品の通信販売を開始した。当時は、福岡県を本拠地としてテレビショッピングで成長する企業が登場してきた頃であり、同社でも、顧客と直接接点を持つことができるダイレクトレスポンス型の販売に、将来性を見出していた。ダイエットサプリや青汁といった健康食品からスタートしたのは、創業来の卸販売で取り扱っていた商品が女性向けの物が多く、女性消費者の需要に対する理解を深めていたためである。

なお、現代表取締役社長の後藤孝洋氏が新日本リビングに入社したのは、健康食品の通信販売を開始した翌年である。

00年には、基礎化粧品の通信販売も開始した。この頃までに、顧客の声を吸い上げて需要を把握し、商品の開発や改良につなげるという現在のビジネスモデルの原形が固まったと考えられる。

また、通信販売開始当初は、出稿する媒体はローカルの新聞や雑誌といった紙媒体がほとんどであった。しかし、01年にテレビ通販を開始して以降、テレビを通じた通信販売の割合が上昇していった。

### ◆ 沿革3 ～ 現在の社名に変更

02年4月には、新日本リビングから現在の新日本製薬へ社名を変更した。社名に「製薬」とつけているのは、消費者の体内に取り入れる健康食品や皮膚等に直接触れる基礎化粧品は、医薬品水準の品質であるべきだという同社の考え方を示したためである。

医薬品水準であるべきという考え方は、06年10月の岩国本郷研究所（現 岩国研究所）の開設にもつながっていった。同研究所は、薬用植物の栽培研究拠点であり、原材料レベルから品質を向上していくという役割を担っていくこととなった。

また、06年11月には医薬品の通信販売を開始するに至った。



#### ◆ 沿革4 ～ 化粧品ブランド「RAffINE (ラフィネ)」の開始

05年5月に「RAffINE (ラフィネ) シリーズ」が発売となり、化粧品の旗艦ブランドが立ち上がった。その商品ラインナップを拡充していく過程で、06年5月に、オールインワンスキンケア商品の「ラフィネ パーフェクトワン」の発売が始まった。なお、「ラフィネシリーズ」を立ち上げて半年後の12月に、後藤孝洋氏が代表取締役社長に就任している。

当時、オールインワンスキンケア商品の市場はまだ小さかった。しかし、共働き世帯の増加や、女性の社会進出という時代の流れを背景に、忙しくなっていく女性の「時間を有効に活用したい」という需要に対応する商品として受け入れられ、市場全体が成長していった。

#### ◆ 沿革5 ～ 販売チャネルの多様化

通信販売主体で展開してきたことで、「ラフィネ パーフェクトワン」の顧客は、テレビに接触する機会の多いミドル世代(40～60歳)やシニア世代(60歳以上)の女性が中心となっていた。そこで、顧客層の多様化を図るため、10年3月の福岡パルコへの直営店舗1号店の出店を皮切りに、直営店舗の出店を進めていった。また、12年4月には「ラフィネシリーズ」の卸売販売を開始し、バラエティショップやGMS(総合スーパー)にも商品が並ぶようになった。

このように、通信販売主体を維持しつつ、販売チャネルの多様化を進めていった。

#### ◆ 沿革6 ～ 「PERFECT ONE (パーフェクトワン)」へのリブランディングを決行

「ラフィネシリーズ」の中でも、オールインワンスキンケアの「ラフィネ パーフェクトワン」は顧客の支持が強い定番商品に成長していった。13年度の富士経済の調査によると、「ラフィネ パーフェクトワン モイスチャージェル」は、オールインワンジェル市場でブランドシェア2位に浮上するほど存在感が高まった。

そこで、同社は、更にシェアを伸ばすべく、14年4月に、「ラフィネ」の化粧品ブランドを、より訴求力が強いシンプルスキンケアブランドの「PERFECT ONE (パーフェクトワン)」にリブランディングした。併せて、リニューアルに先立っての新製品の発売や、広告宣伝予算の重点投資を行ってブランド価値を上げていった結果、16年度にはブランドシェアで首位に立った。

#### ◆ 沿革7 ～ 海外展開と体制の強化

16年12月の台湾での通信販売の開始を皮切りに、「パーフェクトワ

ン」は海外の市場にも進出していった。18年9月には中国市場で越境ECを始めたほか、香港、タイ、シンガポールといった東アジア及び東南アジアでの通信販売の展開が進んでいる。

ブランドのリニューアルを行ったのと同じ14年4月に設立された新日本ホールディングスの傘下に、同社を含めた5社が置かれる形で運営されていた。しかし、組織体制の強化のため、16年4月に、同社が新日本ホールディングスを吸収合併した。

19年6月には、東京証券取引所マザーズへの上場を果たし、現在に至っている。

#### ◆ 企業理念

同社は、経営理念として、「お客さまには最高の満足と信頼を 社員には幸せと未来への夢を 私たちは社会に貢献する企業として限りなく幅広い発展をめざします」を掲げている。

#### ◆ 株主

有価証券届出書と20/9期第2四半期報告書に記載されている上位株主の状況は図表8の通りである。

20年3月末時点で、創業者で元代表取締役の山田英二郎氏が筆頭株主で25.01%を保有している。第2位に山田英二郎氏の妻で元代表取締役の山田恵美氏の17.40%が、第3位に山田英二郎氏の資産管理会社である株式会社ラプリスの14.13%が続く。第1位から第3位までの合計56.54%が創業者ファミリーによる保有となっている。

第4位で10.12%を保有する公益財団法人新日本先進医療研究財団は、山田英二郎氏が前理事長を務め、現在も理事を務める財団法人である。

経営陣では、第6位の代表取締役社長の後藤孝洋氏が4.12%を保有している。

【 図表 8 】 大株主の状況

	上場前(19年5月)			20年3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
山田 英二郎	5,750,000	27.94%	2	5,405,000	25.01%	1	創業者 元代表取締役 山田恵美氏の夫 上場時に345,000株の売り出し
山田 恵美	4,000,000	19.44%	3	3,760,000	17.40%	2	元代表取締役 山田英次郎氏の妻 上場時に240,000株の売り出し
株式会社ラブリス	5,790,000	28.13%	1	3,054,000	14.13%	3	上場時に2,736,000株の売り出し
公益財団法人新日本先進医療研究財団	2,250,000	10.93%	4	2,186,000	10.12%	4	山田英二郎氏が理事(前理事長)を務める財団法人 上場時に64,000株の売り出し
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.00%	-	1,210,000	5.60%	5	
後藤 孝洋	1,825,000	8.87%	5	890,000	4.12%	6	代表取締役社長 上場時に935,000株の売り出し
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.00%	-	447,000	2.07%	7	
BBH(LUX)FOR FIDELITY FUNDS-JAPAN AGGRESSIVE	0	0.00%	-	296,900	1.37%	8	
八重樫 宏志	490,000	2.38%	6	268,800	1.24%	9	元専務取締役 上場時に211,500株の売り出し
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES LUXEMBOURG/JASDEC/ABERDEEN STANDARD SICAV I CLIENT ASSETS	0	0.00%	-	260,100	1.20%	10	
新日本製薬社員持株会	96,300	0.47%	7	-	-	-	
福原 光佳	85,000	0.41%	8	-	-	-	常務取締役 上場時に38,500株の売り出し 19年9月末時点では46,500株を保有
松下 大樹	45,000	0.22%	9	-	-	-	
和田 一廣	42,500	0.21%	10	-	-	-	
(大株主上位10名)	20,373,800	98.99%	-	17,777,800	82.26%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	14,500	0.07%	-	389,580	1.80%	-	
発行済株式総数	20,581,300	100.00%	-	21,611,300	100.00%	-	

(出所) 新日本製薬有価証券届出書、四半期報告書、プレスリリース、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は、14/3期以降の数値が開示されている。16/9期は決算期変更に伴い6カ月決算となっている。

14/3期を起点とする19/9期までの売上高平均成長率は年率12.5%（16/9期は6カ月決算のため5.5年間の年率）と高い伸びとなったものの、同期間の経常利益の平均成長率は年率4.4%と低い伸びに留まった。特に15/3期は経常減益となり、売上高経常利益率は14/3期の12.6%から16/3期の7.0%まで低下が続いた。これは、14年に化粧品ブランドを「パーフェクトワン」へ大々的にリブランディングしたことに伴い、15/3期と16/3期に広告宣伝費を大幅に増額したためである。

しかし、その広告効果が奏功し、16/3期は前期比23.2%の増収となり、16年には「パーフェクトワン オールインワン美容液ジェルシリーズ」がトップシェアを獲得するなど、その後の増収を牽引した。

#### ◆ 19年9月期は化粧品が牽引して増収増益

19/9期は、売上高が33,570百万円（前期比7.6%増）、営業利益が2,864百万円（同14.9%増）、経常利益が2,828百万円（同13.1%増）、当期純利益が1,824百万円（同4.1%増）となった。

上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は100.8%、営業利益は110.2%、経常利益は108.3%、当期純利益は104.1%であった。

販売チャネル別売上高では、通信販売は前期比5.9%増、直営店舗販売・卸売販売は同26.3%増、海外販売は同43.9%増となった。

通信販売は、主力の「パーフェクトワン オールインワン美容液ジェルシリーズ」の既存顧客に対する季節限定商品の投入等の施策が奏功したが、一部、19年10月の消費増税前の駆け込み需要による押し上げ効果もあった模様である。直営店舗販売・卸売販売は、バラエティショップを中心に取扱店舗数が前期末比35店舗増加したことや、インバウンド需要に対応した免税店への出店が奏功した。海外販売は、中国での展示会イベントへの出店や、台湾での期間限定ショップの開設、プロモーション施策の展開により増収率が高くなった。

商品別売上高では、化粧品は前期比12.4%増、ヘルスケア商品は同25.2%減となった。広告宣伝費や販売促進費を化粧品に重点的に振り向けたことから化粧品は二桁増収となったが、その分、ヘルスケア商品は減収となった。

返品調整引当金繰入額を控除した差引売上総利益率は、利益率の高い化粧品の売上構成比の上昇により、前期比 0.2%ポイント上昇の 85.4%となった。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前期比 7.2%増となった。広告宣伝費や販売促進費といったマーケティングコストの増加や、発送配達費や外注委託費といったフルフィルメントコストの増加が主な要因である。しかし、増収効果が上回ったことと、期中より開始したフルフィルメントコストの効率化施策の効果が一部発現し始めたため、売上高販管費率は同 0.3%ポイント低下の 76.9%となった。なお、マーケティングコスト（広告宣伝費と販売促進費の合計）の対売上高比率は同 0.5%ポイント低下の 39.2%（図表 4）、フルフィルメントコストの対売上高比率は同 0.8%ポイント低下の 13.6%となった。

これらの結果、売上総利益率と売上販管費率の改善により、売上高営業利益率は前期比 0.5%ポイント改善の 8.5%となった。

なお、営業利益及び経常利益の増益率に比べて当期純利益の増益率が低いのは、実効税率が 29.7%から 35.4%へ上昇したためである。

#### ◆ 上場時の公募増資により自己資本は改善

19年6月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、18/9期末に 43.6%であった同社の自己資本比率は、19/9期末には 68.7%まで改善した。

## > 他社との比較

#### ◆ 通販主体で展開する化粧品会社と比較

通販主体で展開する上場化粧品会社と財務指標を比較した。比較対象企業は、無添加化粧品を特徴とするファンケル（4921 東証一部）、自然派化粧品を前面に出して展開しているハーバー研究所（4925 東証 JQS）とした。また、傘下に通販のオルビスを持つポーラ・オルビスホールディングスとも比較した（図表 9）。

他社より高いのが成長性である。16/3期から 17/3期にかけて利益が大きく落ち込んだところから回復してきたファンケルの経常利益の成長性には及ばないものの、それ以外では売上高、経常利益、総資産とも他社より高い。これはリブランディングした「パーフェクトワン」のブランド浸透のために広告宣伝費を大きくかけた後に売上高を伸ばしてきた時期と重なるためと考えられる。

収益性のうち、自己資本利益率と総資産経常利益率はファンケルに近

高い水準にあるが、売上高営業利益率については他社より低い。

一方、安全性のうち、自己資本比率は、上場して資金を調達した直後という点を考慮に入れると決して高いとは言えない。

これらを総合的に考えると、売上成長のために費用をかけることで売上高営業利益率は低めに抑えられている状況と、安全性の高さよりも成長性の高さを優先している状況がうかがえよう。

【 図表 9 】 財務指標比較：通販主体で展開または通販ブランドを持つ化粧品会社

項目	銘柄	コード	新日本製薬		ファンケル	ハーバー研究所	ポーラ・オルビス ホールディングス
			4931	(参考)	4921	4925	4927
			19/9期		20/3期	20/3期	19/12期
規模	売上高	百万円	33,570	—	126,810	18,369	219,920
	経常利益	百万円	2,828	—	14,313	1,975	30,630
	総資産	百万円	18,575	—	94,478	17,091	227,256
収益性	自己資本利益率	%	21.6	14.3	15.8	11.0	10.4
	総資産経常利益率	%	20.2	15.2	16.4	11.8	13.0
	売上高営業利益率	%	8.5	—	11.1	10.9	14.2
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	12.3	—	9.6	4.4	0.2
	経常利益(同上)	%	19.4	—	81.7	4.2	4.1
	総資産(同上)	%	36.0	—	3.3	8.1	-0.2
安全性	自己資本比率	%	68.7	—	70.4	70.1	83.9
	流動比率	%	323.3	—	338.7	328.1	536.9
	固定長期適合率	%	27.7	—	52.7	43.4	42.1

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)  
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出  
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)  
 新日本製薬の成長性に関する指標について、3期前の16/9期は決算期変更で6カ月決算のため、売上高と経常利益は16/3期の数値と、総資産は16/9期末の数値との比較とした。また、17/9期より連結業績の開示を開始したため16/3期及び16/9期末は単体の数値を使用した。  
 新日本製薬は期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記する  
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成



### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は、データベースマーケティングのノウハウの蓄積とそれを実現した現代表取締役社長の存在にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 10 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本の「知的財産 ノウハウ」に属する「データベースマーケティングのノウハウの蓄積」と、それを実現した人的資本の「代表取締役社長の存在」にあると考えられる。

同社は、00 年 12 月に基礎化粧品の通信販売を始めた頃より、販売の際に顧客の声を聞き、商品開発や業務改善に反映させていくという手法を採ってきた。05 年 5 月の「ラフィネ」の販売開始により、化粧品の旗艦ブランドでのデータベースマーケティングが本格的に行われるようになったが、それ以来、顧客データとともにマーケティングのノウハウを蓄積していったことで、同社の競争優位性の土台が築かれていった。

この体制を構築したのは創業者であるが、実際にノウハウを蓄積していったのは、「ラフィネ」が始まった同じ年の 12 月に就任した現代表取締役社長である。ノウハウの蓄積をもって、14 年 4 月の旗艦ブランドのリブランディングを決断し、「パーフェクトワン」をオールインワン化粧品のトップシェアに押し上げることに成功した。

当然、データベースマーケティングを進める過程で、関係資本の「顧客」の累計数が増えていくとともに、組織資本の「プロセス」に属するコールセンター部門や開発部門、物流体制等が整備されていき、データベースマーケティングを支える仕組みが充実していくこととなった。

【 図表 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・データベースに蓄積されている累計顧客数	440万人 (19/9期末)	
		・年間利用顧客数	156万人 (19/9期)	
		・女性比率	約90% (14年10月～18年9月の4年間)	
		・年齢層	40歳以上が約95% (14年10月～18年9月の4年間)	
	・海外の顧客	・リピーター比率	約70%	
	・既進出先	台湾 中国 香港 タイ シンガポール		
ブランド	・「パーフェクトワン オールインワン 美容液ジェルシリーズ」の認知度・知名度	・オールインワンスキンケア市場でのシェア	オールインワンスキンケア市場での国内売上首位を4年連続獲得	
		累計販売実績	5,500万個超 (06年5月～19年11月の累計)	
ネットワーク	・ファブレスとしての展開	・製造委託先の企業数	10社以上	
		・主力商品の主要製造委託先	日本コルマー (全仕入高の約3分の2)	
	・共同研究開発 (オープンイノベーション)	共同研究開発先	国立大学法人東京農工大学 国立大学法人北海道大学	
	・リスク分散のためのパートナー企業	・コールセンター業務のパートナー企業	国内各地に分散	
・物流業務のパートナー企業	1社 (2拠点を運営)			
組織資本	商品のラインナップ	・「パーフェクトワン オールインワン 美容液ジェルシリーズ」のラインナップ	4タイプ (一部店舗のみで取り扱うものを含めると5タイプ)	
		・ヘルスケア商品でのヒット商品	「ロコアタック EX」 「朝イチスッキリ! 青汁サラダプラス」 「新日本製薬の生薬 ヨクイニンエキス錠 SH」	
	開発体制	・開発のチーム編成	商品設計と原料開発を別部門が担当	
		・開発拠点	吉塚オフィスと岩国研究所の2カ所	
	データベースマーケティングの中心となる通信販売	・コールセンターの陣容	コールセンター部門としては約200名 福岡の自社のコールセンターのほか 国内各地にパートナー企業のコールセンターあり	
		・コールセンターでの年間顧客対応数	240万人 (19/9期)	
		・データ解析	データ解析専門の部門の存在	
		・コールセンターコストの対売上高比	19/9期9.2% 20/9期上期8.9%	
	ECの深耕	・EC比率 (国内外のEC売上高の比率)	19/9期8.4% 20/9期上期9.6%	
		・直営店	百貨店やショッピングセンターに12店 (19年9月末)	
	通信販売以外の販売チャネル	・卸売販売先の取扱店	GMSやバラエティショップ、販売代理店等585店 (19年9月末)	
		・直営店舗販売・卸売販売に従事する従業員数	15名 別に臨時従業員が年平均71名 (1日8時間換算)	
		・物流	・物流拠点	自社が運営する1拠点 (福岡・吉塚) パートナー企業が運営する2拠点 (川崎 岡山)
	海外展開	・FF (フルフィルメント) コストの対売上高比	19/9期13.6% 20/9期上期12.7%	
		・既進出先	台湾 中国 香港 タイ シンガポール	
	知的財産ノウハウ	データベースマーケティングのノウハウの蓄積	・基礎化粧品でのデータベースマーケティングの経験	00年12月に基礎化粧品通信販売を開始してから19年経過
			・データベースに蓄積されている累計顧客数	440万人 (19/9期末)
		ブランド戦略	・ノウハウを蓄積し続ける体制	コールセンター部門の約200名 データ解析専門の部門の存在
・化粧品ブランドの運用の経験			05年5月の「ラフィネ」の開始から14年経過	
・システムへの投資		・リブランディングの経験	「ラフィネ」から「パーフェクトワン」へ (14年4月)	
・開発への投資		・貸借対照表上のソフトウェア	632百万円 (19/9期末)	
・研究開発費	176百万円 (19/9期) 97百万円 (20/9期上期)			
人的資本	経営陣	・創業者ファミリーの存在	・創業者ファミリーによる保有	12,219,000株 (56.54%)
		・代表取締役社長の存在	・入社以来の年数	95年7月より24年経過
		・代表取締役社長以外の取締役による保有	・代表取締役社長による保有	890,000株 (4.12%)
	従業員	・インセンティブ	・従業員数	46,500株 (0.22%) (19/9期末)
		・企業風土	・役員報酬総額 (取締役)	129百万円 (3名)
		・インセンティブ	・従業員持株会	あり
・ストックオプション	・平均年齢	36.5歳 (19/9期末)		
・平均勤続年数	5.9年 (19/9期末)			
・従業員持株会	あり			
・ストックオプション	389,580株 (1.80%) *取締役保有分も含む			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は20/9期上期、または20/9期上期末のものとする

(出所) 新日本製薬有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は、社会や地域の一員として、「エコプロジェクト・ワン」という活動を自社で行っている。具体的には、九州北部豪雨被災地を応援する山村塾「笠原棚田米サポーター」の企画・運営、特定非営利活動法人ガイア・イニシアティブが行っている、都会の若者と山村部を結びつける「+1 (プラスワン) の森」プロジェクトの支援、社内マイ箸・マイカップ推進、エコキャップ運動、地域清掃活動といった活動を行っている。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「お客さまには最高の満足と信頼を 社員には幸せと未来への夢を 私たちは社会に貢献する企業として限りなく幅広い発展をめざします」を経営理念に掲げ、本業を通じて社会に貢献していく方針を採っている。

本業を通じた社会貢献とは別に、健康経営を重視し、18年2月に設立された「九州・福岡健康経営推進協議会」の発起人団体のひとつとなっている。

また、「スマイルプロジェクト・ワン」という自社活動のもとで、NPOやNGOの活動の支援や、地元である福岡の祭りやイベントの応援をしている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は6名の取締役で構成され、うち2名が社外取締役である。

社外取締役の柿尾正之氏は一般社団法人日本通信販売協会(現 公益社団法人日本通信販売協会)に長く勤務し、理事・主幹研究員を務めていた。現在は、自ら設立した合同会社柿尾正之事務所の代表社員だが、日本ダイレクトマーケティング学会の理事、コアフォースの社外取締役、一般社団法人通販エキスパート協会の理事、ディーエムエス(9782 東証JQS)の社外取締役を兼任している。

社外取締役の村上晴紀氏はカネボウ化粧品や鐘紡で長くキャリアを積んできた。その後、ファンケルに移り、取締役常務執行役員を務めた経験を持っている。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の監査役で構成されており、3名とも社外監査役である。

常勤監査役の善明啓一氏は、九州松下電器(現パナソニックシステム

ソリューションズジャパン)に入社後、パナソニック(6752 東証一部)のグループ会社で要職を歴任した。また、PI テクノや宮崎ケーブルテレビの社外取締役を務めた経験もある。

監査役の田邊俊氏は田邊法律事務所の代表弁護士である。現在は、弁護士知財ネット九州・沖縄地域会の代表幹事、福岡市雇用労働相談センターの代表弁護士、福岡簡易裁判所の民事調停委員を兼任している。

監査役の中西裕二氏は、中西裕二公認会計士事務所及び中西裕二税理士事務所を経営している。現在は、エクスペオの代表取締役、ビューティ花壇(3041 東証二部)の監査役、空間技術総合研究所の代表取締役、一般社団法人社会健康科学研究機構の監事を兼任している。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 商品力の強化

対処すべき課題として同社が第一に挙げているのは、商品力の強化である。そのために、10年先もNo.1ブランドとして定番商品として利用されるよう、「パーフェクトワン」ブランドを更に強化していくとしている。

一方、「パーフェクトワン」のリブランディングの成功によって、ひとつのブランドへの依存が強まることも課題となっている。その対応として、「パーフェクトワン」ブランドの強化と並行して、新たな定番商品の確立の必要性を同社は認識している。そのため、ヘルスケア領域において、10年先に「あってあたり前」と言われる商品の開発を目指す方針である。

#### ◆ 顧客や販売チャネルの多様化

「パーフェクトワン」への依存度の高さは、40歳以上の女性が多いという顧客の偏り、コールセンター経由が中心という販売チャネルの偏りにもつながっていると見えよう。ひとつのブランドへの過度な依存へ対応することは、顧客や販売チャネルの分散を図ることにも通ずることである。従って、新たな定番商品の確立は、顧客や販売チャネルの多様化とセットで考えるべきことになる。

#### ◆ 費用構造の見直し

同社にかかる費用のうち、製品原価、人件費、フルフィルメントコストは今後も上昇傾向が続く可能性がある。同社では、既存のビジネスモデルにおいても費用構造の見直しの余地があると認識している。実際、フルフィルメントコストの増加に対応するため、送料有料化や決済方法の切り替えの誘導等、費用構造の変更に着手している。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 中期目標に向けて「定番商品」の拡充が事業戦略の根幹

同社は、売上高400億円以上、売上高経常利益率10%以上の早期達成を中期目標としている。規模拡大に向け、同社は、データベースプラットフォームの更なる強化を進め、消費者が長く継続的に使用する「定番商品」の拡充を推進することを事業戦略の根幹に据えている。

#### ◆ 「パーフェクトワン」ブランドの更なる定番化

既に「定番商品」となっている「パーフェクトワン」の更なる定番化を進め、一層のシェアの拡大を目指す。現在25%前後と推定されるオールインワン市場でのシェアを30%まで引き上げることが当面の目標となる。

そのために、更なる認知度の向上のための施策や、リニューアルを含めた新商品の投入を図っていく。また、中期的には女性の若年層や男性への訴求を高めていく方針である。

#### ◆ ヘルスケア領域の拡大

「パーフェクトワン」は商品の特性上、ユーザーの多くが40歳以上の女性であり、広告の出稿先はテレビや新聞が中心である。このユーザーと広告媒体に即した商品として、ヘルスケア領域において、膝関節に効果があるとされる機能性表示食品「ロコアタック EX」や野菜不足と思う人向けの栄養補助食品「朝イチスッキリ! 青汁 サラダプラス」、イボ・肌荒れ向けの生薬である第3類医薬品「ヨクイニンエキス錠 SH」といったヒット商品を持っている。

同社では、化粧品の既存顧客に対してこれらの商品のクロスセルを促進していくとともに、機能性表示食品や健康食品の分野で定番化できる新商品を開発し投入していく意向である。それ以外にも、医薬品や美容、スポーツ、健康寿命の分野での商品開発を手掛けていく方針で、中期的には、今は10%にも満たないヘルスケア領域の売上構成比を30%まで引き上げていきたいとしている。

#### ◆ 次のターゲットである30代女性とEC販売に適した商品開発

ターゲットユーザーと販売チャネルという組み合わせで考えると、同社が今後狙う領域は、ターゲットユーザーは30代女性で、販売チャネルはEC中心という領域である。

そのため、30代女性がECを通じて購入するのに適した化粧品及びヘルスケア商品の投入を目指していく。

#### ◆ 海外展開

海外販売の売上構成比は、19/9期で1.8%に留まっているが、これを引き上げていく方針である。当面は、台湾や香港では安定成長を継続しつつ、中国への投資強化とブランドの確立を進めていくというのが基本路線である。また、東南アジアではシンガポールやタイ等での展開も進めていくとともに、長期的には北米への展開も模索していくとしている。



## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「パーフェクトワン」という強力なオールインワン化粧品ブランドの存在                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- リブランディングに成功した経験</li> </ul> </li> <li>・データベースマーケティングに基づくビジネスモデルの確立                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 「パーフェクトワン」を中心に蓄積されてきた顧客データベース</li> <li>- 積極的に広告宣伝費や販売促進費を投入する姿勢</li> <li>- 製造コストを下げるためのファブレス体制</li> <li>- データベースマーケティングを支える体制（コールセンター部門やデータ解析部門）</li> </ul> </li> <li>・素材開発から手掛ける開発姿勢及び外部との共同開発体制（オープンイノベーション）</li> <li>・コスト改善意欲の高さ</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「パーフェクトワン」ブランドへの依存度が高い状況                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 顧客がミドル層以上の女性に偏っている状況</li> </ul> </li> <li>・特定の製造委託先への依存度が高い状況</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・化粧品の通信販売市場の拡大余地</li> <li>・スキンケア化粧品の拡大余地</li> <li>・健康維持や免疫力向上に対する関心の高まりによるヘルスケア商品への需要の拡大</li> <li>・データベースマーケティングにおける顧客データベースの更なる充実</li> <li>・「パーフェクトワン」のシェアの更なる拡大</li> <li>・「パーフェクトワン」の継続率の上昇の可能性</li> <li>・ヘルスケア商品の拡充                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 「パーフェクトワン」からのクロスセルの増加</li> <li>- 定番化できる商品投入の可能性</li> </ul> </li> <li>・販売チャネルの多様化                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 卸売販売先の店舗の増加</li> <li>- EC比率の上昇</li> </ul> </li> <li>・海外市場の開拓</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「パーフェクトワン」の競争力の減退の可能性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 消費者ニーズの変化</li> <li>- 継続率の低下の可能性</li> </ul> </li> <li>・競争の激化の可能性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 新規参入</li> <li>- 競合他社の商品がリブランディングを実施する可能性</li> </ul> </li> <li>・法的規制が変更される可能性</li> <li>・顧客情報の流出等により損害賠償請求が提起する可能性や信用失墜等が起きる可能性</li> <li>・消費者とのトラブル発生の可能性または風評被害発生の可能性</li> <li>・製造委託先とのトラブルが発生する可能性</li> <li>・コストの高騰の可能性（原材料価格 配送コスト 人件費）</li> <li>・必要な人材が集まらない可能性</li> <li>・大株主でもある創業者ファミリーとの関係悪化の可能性</li> <li>・新型コロナウイルス禍の影響が長期化する可能性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 外出機会の減少による化粧品市場全体の縮小の可能性</li> <li>- 海外での展開が遅延する可能性</li> </ul> </li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

## > 経営戦略の評価

### ◆ 競争優位性の源泉は磨き続けてきたデータベースマーケティングの仕組み

同社の特徴を見るにあたって「パーフェクトワン」という強力な化粧品ブランドを持っていることに目が向きやすいが、同社の競争優位性の源泉は、早い段階から磨き続けてきた、コールセンターを販売チャネルの中心に据えて展開するデータベースマーケティングの仕組みにあると考える。

広告宣伝費をかけて集客した顧客をコールセンターで受けて実際の販売につなげるとともに、顧客のデータを蓄積しながら顧客の需要を拾い上げ、その情報を開発に活かしながら商品の改善や新商品の投入につなげていくという好循環の仕組みは、一朝一夕に構築できるものではない。また、この仕組みは、顧客満足度を上げることを通じて、リピート購入を促すものにもなっており、商品の「定番化」を推し進めるために必要不可欠なものである。また、この仕組みがあったからこそ、14年の旗艦ブランドのリブランディングを成功裏に終えることができたと言えよう。

### ◆ 通信販売の売上構成比と EC 売上比率の今後の動向に着目

現在の同社の顧客層は40歳以上の女性が中心であるが、同社は、この中心顧客層以外にターゲットを拡大していくことを志向している。そのために、30歳代までの若年層向けに、EC販売に適した新商品を投入していくことを基本方針としている。また、既存の「パーフェクトワン」シリーズについても、EC売上比率の上昇が見込まれる。そのため、両者を合わせ考えると、全体的にEC売上比率は上昇していくこととなろう。実際、同社は現在10%弱のEC売上比率を20%まで引き上げることを中期目標としている。

また、直近の業績動向を見ると、卸売販売が増加傾向にある。

これらの結果、従来のコールセンター経由の通信販売の売上構成比が相対的に低下していくことが十分に予想される。

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、EC販売ではコールセンター経由の販売と比べ、得られる顧客の潜在ニーズの情報の質が異なると考えている。また、卸売販売の場合は、そもそも顧客から直接情報を拾い上げることが難しい。これらの点から、従来のコールセンター経由の通信販売の売上構成比が大きく低下していくと、顧客のニーズを拾い上げて活かしていくという従来のビジネスモデルの強みが発揮しづらくなることも考えられる。

当然同社でもこの点についての対応をしていくと思われるが、チャネ

ル別で見た時の通信販売の売上構成比及び全社売上に対するEC売上比率の変化に応じて、ビジネスモデルをどのように改良していくかという点に注目していきたい。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 20年9月期会社計画

20/9期の会社計画は、売上高 35,000 百万円(前期比 4.3%増)、営業利益 3,150 百万円(同 10.0%増)、経常利益 3,130 百万円(同 10.7%増)、当期純利益 2,010 百万円(同 10.2%増)である。第2四半期累計期間(以下、上期)の業績公表時点でも計画は据え置かれている(図表12)。

販売チャネル別売上高では、通信販売は前期比 3.2%増、直営店舗販売・卸売販売は同 13.5%増、海外販売は同 24.2%増を計画している。通信販売は、同 7.3%増の広告宣伝費の増加を通じて利用顧客を増やして増収を図っていく計画である。また、直営店舗販売・卸売販売では、20/9期末の取扱店舗数が前期末比 115 店舗増の 700 店舗と見込み、卸売販売チャネル中心の増収を目指していく。海外販売は、中国を中心とした成長を想定している。

商品別売上高では、化粧品は前期比 6.6%増、ヘルスケア商品は同 20.1%減を計画している。ヘルスケア商品の減収は、化粧品に重点的に広告宣伝費をかけるために、ヘルスケア商品への広告宣伝が抑えられることによる影響を見込んでのことである。

費用面では、広告宣伝費の増加はあるものの、フルフィルメントコストが前期比 7.8%減と計画していること等により、20/9期の売上高営業利益率は、同 0.5%ポイント上昇の 9.0%になると社は予想している。

1株当たり配当金は、19/9期の 17.5 円に対し、20/9期は 28.0 円(期末配当のみ)を計画している。期初の段階では 19.0 円の計画だったが、20/9期上期決算の公表の際に、配当性向の目標を 20%から 30%へ引き上げたために増配となった。20/9期の配当性向は 30.1%の計画である。

【 図表 12 】 新日本製薬の 20 年 9 月期の業績計画

(単位:百万円)

	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	28,372	31,210	33,570	35,000	4.3%
【チャンネル別】					
通信販売	26,826	29,080	30,804	31,794	3.2%
直営店舗販売・卸売販売	1,416	1,703	2,151	2,443	13.5%
海外販売	124	426	614	762	24.2%
(国内外EC売上高)	-	2,490	2,816	3,235	14.9%
【商品カテゴリー別】					
化粧品	-	27,209	30,575	32,607	6.6%
ヘルスケア商品	-	4,001	2,994	2,392	-20.1%
差引売上総利益	24,118	26,579	28,674	-	-
売上総利益率	85.0%	85.2%	85.4%	-	-
営業利益	2,151	2,493	2,864	3,150	10.0%
売上高営業利益率	7.6%	8.0%	8.5%	9.0%	-
経常利益	2,275	2,499	2,828	3,130	10.7%
売上高経常利益率	8.0%	8.0%	8.4%	8.9%	-
当期純利益	1,477	1,751	1,824	2,010	10.2%
売上高当期純利益率	5.2%	5.6%	5.4%	5.7%	-

(出所) 新日本製薬有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 20 年 9 月期第 2 四半期決算

20/9 期上期は、売上高 16,834 百万円 (前年同期比 1.7%増)、営業利益 1,098 百万円 (同 24.1%減)、経常利益 1,103 百万円 (同 22.3%減)、四半期純利益 685 百万円 (同 20.7%減) であった。期初計画に対する達成率は、売上高が 97.8%、営業利益が 102.7%であった。

販売チャンネル別売上高では、通信販売は前年同期比 1.1%増、直営店舗販売・卸売販売は同 10.8%増、海外販売は同 2.5%増となった。また、商品別売上高では、化粧品は前年同期比 3.5%増、ヘルスケア商品は同 15.0%減となった。

売上高が期初計画の水準に届かなかったのは、化粧品の売上高が計画を下回ったためである。(1) 20 年 10 月の消費増税の前に発生した駆け込み需要の反動が第 1 四半期に発生したこと、(2) 年始の販促企画が想定したほどの効果が得られなかったこと、(3) 新型コロナウイルス禍により、海外販売では中国向けの輸出の延期や、中国国内での物流の遅延が発生し、また、直営店舗・卸売販売では店舗の休業または営業時間短縮による影響が生じたことが要因である。

なお、ヘルスケア商品は減収となったが、想定よりも顧客の離反を抑えることができたため、期初計画を上回った。

差引売上総利益率は前年同期比 0.5%ポイント低下の 84.9%となった。原価率が高い直営店舗・卸売販売の売上構成比が上昇したことと、19/9 期まで販管費として計上されていた販売促進費の一部が 20/9 期から原価に振り替えられたことが要因である。

販管費は前年同期比 4.0%増となり、売上高販管費率は前年同期比 1.7%ポイント上昇の 78.4%となった。フルフィルメントコストは、前期から行っている送料有料化や決済方法の見直しにより、同 12.3%減と効率化が進んだが、広告宣伝費は元々上期に厚めに投下する予定だったものを計画通りに使ったことが影響した。

これらの結果、売上総利益率の低下と売上高販管費率の上昇が重なり、売上高営業利益率は前年同期比 2.2%ポイント低下の 6.5%となった。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 20/9 期業績について、売上高 34,942 百万円（前期比 4.1%増）、営業利益 3,101 百万円（同 8.3%増）、経常利益 3,109 百万円（同 9.9%増）、当期純利益 2,007 百万円（同 10.0%増）と会社計画に近い水準を予想した（図表 13）。

当センターでは、20/9 期の業績予想を策定する上で、以下の点を考慮した。

(1) 売上高は販売チャネル別に予想した。通信販売の売上高は、年間利用顧客数と利用顧客数 1 人当たり売上高から算出した。20/9 期末の顧客データ数を会社計画と同じ 480 万人とし、そのうちの 33.3%が利用するとして、年間利用顧客数は 160 万人と予想した。利用顧客数 1 人当たり売上高は、19/9 期の 19,746 円に対し、20/9 期は 19,850 円と若干上昇するものとして、通信販売の売上高は前期比 3.0%増の 31,728 百万円と予想した（会社計画は 31,794 百万円）。売上構成比は同 1.0%ポイント低下の 90.8%である。

(2) 直営店舗販売・卸売販売は前期比 13.6%増の 2,443 百万円、海外販売は同 25.7%増の 771 百万円とした（会社計画はそれぞれ 2,443 百万円、762 百万円）。売上構成比は、直営店舗販売・卸売販売が同 0.6%ポイント上昇の 7.0%、海外販売が同 0.4%ポイント上昇の 2.2%である。

(3) 差引売上総利益率は前期比 0.5%ポイント低下の 84.9%と予想した。原価率が高い直営店舗・卸売販売の売上構成比が上昇したことと、19/9 期まで販管費に計上されていた費用の一部が 20/9 期から原価に振り替えられたものがあることを反映させた。

(4) 販管費は、19/9 期の 25,809 百万円に対し、20/9 期は 26,564 百万円と 755 百万円増加するものとしたが、売上高販管費率は前期比 0.9%ポイント低下の 76.0%となる見込みである。売上高販管費率の低下の影響が売上総利益率の低下の影響を上回り、20/9 期の売上高営業利益率は 8.9%と同 0.4%ポイント改善するものと予想した(会社計画では 9.0%)。

21/9 期以降について、21/9 期は前期比 8.7%、22/9 期は同 7.5%の増収が続くと予想した。通信販売は年約 6%~7%の増収が続くが、直営店舗販売・卸売販売は年 17%台~25%台の増収が、海外販売は年 30%近い増収が続くものとした。原価率が高い直営店舗・卸売販売の売上構成比の上昇が続くことで、差引売上総利益率は緩やかに低下していくが、売上高販管費率の低下の影響が大きく、売上高営業利益率は 21/9 期 9.4%、22/9 期 9.6%へと上昇していくものと予想した。



【 図表 13 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	17/9期単	18/9期単	19/9期単	20/9期単CE	20/9期単E	21/9期単E	22/9期単E
<b>損益計算書</b>							
売上高	28,372	31,210	33,570	35,000	34,942	37,987	40,829
前期比	-	10.0%	7.6%	4.3%	4.1%	8.7%	7.5%
<b>【チャンネル別】</b>							
通信販売	26,826	29,080	30,804	31,794	31,728	33,922	35,929
前期比	-	8.4%	5.9%	3.2%	3.0%	6.9%	5.9%
売上構成比	94.6%	93.2%	91.8%	90.8%	90.8%	89.3%	88.0%
直営店舗販売・卸売販売	1,416	1,703	2,151	2,443	2,443	3,053	3,592
前期比	-	20.2%	26.3%	13.6%	13.6%	25.0%	17.7%
売上構成比	5.0%	5.5%	6.4%	7.0%	7.0%	8.0%	8.8%
海外販売	124	426	614	762	771	1,011	1,306
前期比	-	242.0%	44.1%	24.1%	25.7%	31.1%	29.2%
売上構成比	0.4%	1.4%	1.8%	2.2%	2.2%	2.7%	3.2%
<b>【商品別】</b>							
化粧品	-	27,209	30,575	32,607	32,496	35,138	37,562
前期比	-	-	12.4%	6.6%	6.3%	8.1%	6.9%
売上構成比	-	87.2%	91.1%	93.2%	93.0%	92.5%	92.0%
ヘルスケア商品	-	4,001	2,994	2,392	2,446	2,849	3,266
前期比	-	-	-25.2%	-20.1%	-18.3%	16.5%	14.6%
売上構成比	-	12.8%	8.9%	6.8%	7.0%	7.5%	8.0%
差引売上総利益	24,118	26,579	28,674	-	29,666	32,213	34,541
前期比	-	10.2%	7.9%	-	3.5%	8.6%	7.2%
売上総利益率	85.0%	85.2%	85.4%	-	84.9%	84.8%	84.6%
販売費及び一般管理費	21,966	24,085	25,809	-	26,564	28,648	30,613
売上高販管費率	77.4%	77.2%	76.9%	-	76.0%	75.4%	75.0%
営業利益	2,151	2,493	2,864	3,150	3,101	3,564	3,928
前期比	-	15.9%	14.9%	10.0%	8.3%	14.9%	10.2%
売上高営業利益率	7.6%	8.0%	8.5%	9.0%	8.9%	9.4%	9.6%
経常利益	2,275	2,499	2,828	3,130	3,109	3,592	3,956
前期比	-	9.8%	13.2%	10.7%	9.9%	15.5%	10.1%
売上高経常利益率	8.0%	8.0%	8.4%	8.9%	8.9%	9.5%	9.7%
当期純利益	1,477	1,751	1,824	2,010	2,007	2,320	2,555
前期比	-	18.6%	4.2%	10.2%	10.0%	15.6%	10.1%
売上高当期純利益率	5.2%	5.6%	5.4%	5.7%	5.7%	6.1%	6.3%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所)新日本製薬有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 14 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	17/9期単	18/9期単	19/9期単	20/9期単CE	20/9期単E	21/9期単E	22/9期単E
<b>貸借対照表</b>							
現金及び預金	2,377	2,954	10,576	-	12,071	13,656	15,358
売掛金	1,794	2,099	2,913	-	2,795	3,039	3,266
商品	722	829	964	-	1,013	1,120	1,224
その他	348	212	240	-	240	240	240
流動資産	5,241	6,094	14,693	-	16,120	18,056	20,089
有形固定資産	1,995	2,115	2,140	-	2,298	2,336	2,376
無形固定資産	774	761	653	-	627	602	577
投資その他の資産	549	520	1,088	-	1,102	1,102	1,102
固定資産	3,318	3,397	3,882	-	4,027	4,040	4,055
資産合計	8,560	9,491	18,575	-	20,147	22,096	24,144
買掛金	370	360	416	-	436	474	510
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	173	175	173	-	173	173	170
未払金	2,358	2,337	2,297	-	2,446	2,659	2,858
未払法人税等	636	318	848	-	769	890	980
賞与引当金	181	169	201	-	210	220	230
ポイント引当金	318	237	264	-	279	303	326
その他	350	308	345	-	345	345	345
流動負債	4,386	3,904	4,544	-	4,660	5,066	5,420
長期借入金	1,284	1,109	936	-	763	590	420
その他	204	285	336	-	336	336	336
固定負債	1,488	1,394	1,272	-	1,099	926	756
純資産合計	2,685	4,191	12,758	-	14,388	16,103	17,968
(自己資本)	2,629	4,135	12,758	-	14,367	16,082	17,947
(新株予約権)	-	-	-	-	21	21	21
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>							
税金等調整前当期純利益	2,258	2,491	2,822	-	3,107	3,592	3,956
減価償却費	289	359	482	-	411	407	405
売上債権の増減額 (-は増加)	-506	-304	-814	-	117	-243	-227
棚卸資産の増減額 (-は増加)	149	-120	-162	-	-49	-107	-104
仕入債務の増減額 (-は減少)	-24	-9	55	-	20	38	35
未払金の増減額 (-は減少)	503	196	19	-	149	213	198
法人税等の支払額・還付額	-396	-1,004	-627	-	-1,177	-1,151	-1,310
その他	99	-194	217	-	24	34	32
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,372	1,415	1,992	-	2,602	2,782	2,986
有形固定資産の取得による支出	-75	-341	-268	-	-345	-220	-220
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-158	-242	-176	-	-200	-200	-200
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0
投資有価証券の買付・売却による収支	-10	-30	-381	-	-14	0	0
その他	-36	193	-117	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-280	-420	-943	-	-559	-420	-420
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-170	-173	-175	-	-173	-173	-173
社債の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0
株式の発行による収入	24	60	7,096	-	0	0	0
新株予約権の行使による収入	-	-	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-1,400	-306	-353	-	-377	-605	-691
その他	-	-	-	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,546	-419	6,567	-	-550	-778	-864
現金及び現金同等物に係る換算差額	-	1	4	-	2	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	545	577	7,621	-	1,495	1,584	1,701
現金及び現金同等物の期首残高	1,831	2,377	2,954	-	10,576	12,071	13,656
現金及び現金同等物の期末残高	2,377	2,954	10,576	-	12,071	13,656	15,358

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 新日本製薬有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 創業者家族の保有株比率の高さ

20年3月末時点において、同社の創業者の山田英二郎氏の保有株比率は1位、山田英二郎氏の配偶者で元代表取締役である山田恵美氏は2位、創業家の資産管理会社であるラプリスは3位となっている。創業家の保有比率は56.5%となっている。株主総会の承認を必要とする事項に関し、創業家が影響を及ぼす可能性がある。また、長期保有の方針に変更があった場合、この保有分が市場に放出される可能性もある。

### ◆ 製造委託が特定の会社に集中

同社は製造拠点を持たないファブレスメーカーであり、商品の製造は全て外部に委託している。製造委託先のうち、日本コルマーが同社仕入高の約3分の2と高い割合を占めている。万が一、急な契約解消となった場合や、天災等により日本コルマーの生産設備等に不測の事態が生じた場合は、商品の円滑な供給に支障をきたす可能性がある。また、日本コルマーが主要原材料価格の高騰等を理由に製造受託価格を短期間のうちに引き上げた場合も、同社の業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 新型コロナウイルス禍の影響

20/9期上期までは、新型コロナウイルスの感染拡大による業績への影響は総じて軽微だった模様である。継続利用される「定番商品」を有していることで、業績が急激に悪化する可能性は相対的に低いと考えられる。

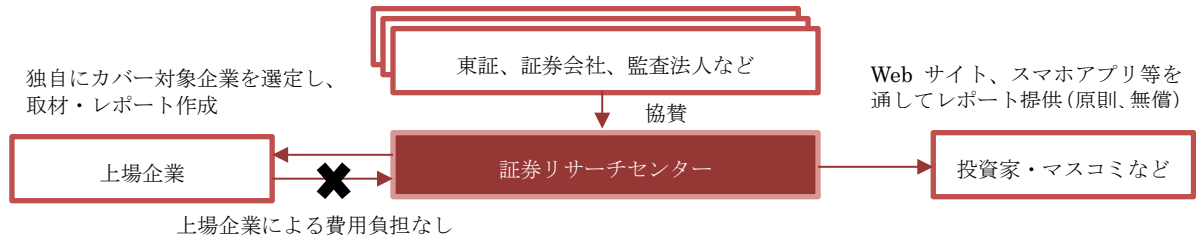
また、今後の市場動向に目を向けると、外出機会の減少は化粧品市場の消費マインドを低下させる可能性がある一方、自宅での滞在時間の長期化によって通信販売市場が拡大する可能性や、健康維持や免疫力向上に関する需要が高まる可能性も考えられる。

このように、新型コロナウイルス禍が今後、同社の経営や業績にどのような影響を及ぼすかについてはまだ不透明な部分が多い。

## 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、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。