

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## シュッピン

3179 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2020 年 1 月 9 日 (木)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2020年3月期第2四半期は全事業が増収増益となり、大幅増益で着地	01
2. 売上拡大のプラットフォームが完成し、順調に稼働中	01
3. 2020年3月期通期業績は上振れの可能性。 下期はレディース時計事業とAIMDの2つが注目点	01
■ 業績の動向	02
1. 2020年3月期第2四半期決算の概要	02
2. 事業セグメント別動向	05
3. 主要KPIの状況	07
■ 中長期の成長戦略	11
1. 中長期の成長戦略の全体像	11
2. AIMDの導入と進捗状況	12
3. 時計事業の成長戦略と進捗状況	13
4. 中期業績計画	15
■ 今後の見通し	16
■ 株主還元	20

## ■ 要約

### 売上拡大のプラットフォームの順調な運用で収益が順調に拡大。 AIMD やレディース時計事業等の施策で 一段のスピードアップを目指す

シュッピン<3179>はカメラや高級腕時計など「価値あるもの」に特化したEC(eコマース)企業。中古品と新品のそれぞれのニーズの違いや商品特性の違いを生かし、中古品と新品が相互に刺激し合って新品・中古両方の売上を拡大していくポジティブスパイラルの流れを創ることに成功して、業容を急拡大させている。

#### 1. 2020年3月期第2四半期は全事業が増収増益となり、大幅増益で着地

同社の2020年3月期第2四半期決算は、売上高17,852百万円(前年同期比9.1%増)、営業利益1,124百万円(同64.9%増)と増収かつ大幅増益となった。全事業部門が前年同期比増収増益となり、自転車事業は黒字転換を果たした。大幅増益の原動力となったのは、粗利益率の高い中古品ビジネスにおいて、買取りと販売の両面で順調に進捗して適正な利幅が獲得できたことと、売上高の伸びに比べて販管費の増加のペースが抑制されるというEC(eコマース)特化型モデルの特長を具現化できたことの2つが主因だった。

#### 2. 売上拡大のプラットフォームが完成し、順調に稼働中

一方、トップライングロース(売上高の成長)への取り組みも順調だ。2018年3月期までに完成したOne-to-Oneマーケティングは、本格稼働後2年目に入り同社自身も“使いこなしている”という手応えを感じている模様だ。4商材の中で特にカメラについてはCGM※マーケティングを活用するプラットフォームが完成しており、One-to-Oneマーケティングと合わせて同社が目指してきた売上拡大のプラットフォームが順調に稼働している。今後の課題としては、カメラでの成功事例を、時計を始めとする他の商材でも実践できるかだ。商材ごとの特性が大きく異なるため、それに合わせた修正を加えながら進める必要があるが、同社自身はカメラ同様に安定した売上拡大のプラットフォームの確立に自信を見せている。

※ Consumer Generated Media の略。掲示板や口コミサイトなど一般ユーザーが参加してコンテンツができるメディアのこと。

#### 3. 2020年3月期通期業績は上振れの可能性。下期はレディース時計事業とAIMDの2つが注目点

2020年3月期通期見通しは期初予想が維持されたままだ。消費増税前の駆け込み需要の反動減が年末商戦に与える影響を見定めたいというのがその理由だが、2020年3月期第2四半期の高い進捗率に照らすと、今後、通期見通しが修正される可能性は十分あると弊社では考えている。下期の注目点は、時計事業のスピンアウト事業としてスタートするレディース時計事業だ。8,200億円市場とも言われる時計市場の重要な部分を占める女性向けの領域を取り込む狙いだ。女性向け高級腕時計はアクセサリーの要素がより強く、宝飾品やジュエリーとも近い関係にあるため、将来的にはその市場も視野に入れている。もう1つの注目点は中古品の買取価格・販売価格の自動アシストシステムであるAIMD※の導入だ。中古品ビジネスにおける的確なプライシングが持つ粗利益率改善効果は2020年3月期第2四半期決算でも明確に表れており、AIMDの本格稼働は収益性の更なる改善に大きな効果を発揮するものと期待が高まる。

※ AIを活用したマーチャンダイジングのシステム

**Key Points**

- ・売上拡大のためのプラットフォームが完成に大きく近づく
- ・AIMD は 2020 年 3 月期第 4 四半期に運用開始の見込み
- ・時計事業ではレディース時計事業と海外事業で業容拡大を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 業績の動向

**全事業が増収増益となり、大幅増益で着地。  
利益の進捗率は 70% を超え、極めて順調な決算**

### 1. 2020 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

#### (1) 決算の概況

同社の 2020 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 17,852 百万円（前年同期比 9.1% 増）、営業利益 1,124 百万円（同 64.9% 増）、経常利益 1,118 百万円（同 64.7% 増）、四半期純利益 758 百万円（同 64.0% 増）と増収・大幅増益で着地した。

期初予想との比較では、売上高は若干の未達となったものの、営業利益以下の各利益項目はいずれも期初予想を大幅に上回り、通期予想に対する進捗率は 70% を超えた。

## 業績の動向

## 2020年3月期第2四半期決算の概要

(単位：百万円)

	19/3期 2Q累計 実績	20/3期					
		2Q累計 予想	2Q累計 実績	前年同期比	予想比	進捗率	通期予想
売上高	16,362	18,277	17,852	9.1%	-2.3%	47.4%	37,672
売上総利益	2,674	-	3,176	18.8%	-	51.5%	6,170
売上総利益率	16.3%	-	17.8%	-	-	-	16.4%
販売費・一般管理費	1,992	-	2,051	3.0%	-	44.6%	4,596
販管費率	12.2%	-	11.5%	-	-	-	12.2%
営業利益	682	741	1,124	64.9%	51.8%	71.5%	1,574
営業利益率	4.2%	4.1%	6.3%	-	-	-	4.2%
経常利益	679	736	1,118	64.7%	52.0%	71.5%	1,564
四半期純利益	462	481	758	64.0%	57.7%	74.1%	1,023

注：進捗率は通期予想に対する第2四半期末実績の割合

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高は前年同期比9.1%の増収となった。詳細は後述するが4つの事業部門すべてで増収となった。新品についてはカメラ、時計とも若干弱かったが、いずれも中古品は好調に推移した。計画に対して未達となった理由は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の読み違いだ。計画では8月から9月にかけての盛り上がりを見込んでいたが、8月は例年と同水準で推移し、9月も駆け込み需要が明確に出てきたのは月半ば過ぎてからとなり、計画を下回った。

利益面では、売上総利益が前年同期比18.8%（501百万円）の増益となった。増収効果に加え、売上総利益率が前年同期の16.3%から2020年3月期第2四半期は17.8%に改善したことが寄与した。売上総利益率の改善は中古品の買取りが順調だったことと、販売において中古品比率が上昇したことが主因だ。販管費は同3.0%（59百万円）増の2,051百万円となった。前年同期比3.0%増と売上高のそれを大きく下回ったことで、販管費率は11.5%と、前年同期の12.2%から0.7%ポイント低下した。詳細は後述するが、同社の特徴であるEC特化型モデルは固定費が軽いため、売上高の増加ペースに対して販管費の増加ペースは緩やかになるという特色が素直に出たことが要因だ。これらの結果、営業利益は同64.9%（442百万円）の大幅増益となった。

2020年3月期第2四半期決算は、数値面では全事業で増収増益（自転車事業は黒字転換）となったことや、売上総利益率が順調に改善したこと、また販管費率が過去最低水準にまで低下したことなど、全般的に改善が見られた好決算だったと言える。

内容面を掘り下げると、同社が進めてきたOne-to-Oneマーケティングが軌道に乗ってきたことが、まず2020年3月期第2四半期の進捗事項として挙げられる。これに加えて、カメラ事業で進めてきたCGMマーケティングの強化を目的に7月にクロスメディア・プロジェクトをスタートさせたことも重要なステップだ。同社が目指すのは売上高の拡大につながる好循環を確立することであるが、それが2020年3月期第2四半期においても着実に歩みを進めていることが確認できた。この点が2020年3月期第2四半期決算の最大の注目点と弊社では考えている。とりわけカメラにおいては売上拡大のプラットフォームが一応の完成を見たと言ってよく、今後はカメラでの成功事例を他の商材へ拡張適用して全社ベースの収益の一段の押し上げを目指す段階へと移りつつある。

## 業績の動向

**(2) 販管費率の状況**

前述のように2020年3月期第2四半期の販管費は前年同期比3.0%(59百万円)増の2,051百万円となった。内訳は人件費と業務委託費の増加が目立つ以外は、前年同期から横ばいもしくは減少している。人件費の増加は、業績の拡大に伴う賞与の増加や人員の増加が要因で、収益成長に伴う自然な増加と言えるものだ。業務委託費は同社が進めるAIMDの新システムの開発費などに伴うものとみられる。

一方、減少項目では支払手数料の減少が注目される。これは同社がZホールディングス<4689>や楽天<4755>といったECモールの支店サイトを通じた販売にかかる費用だ。ECモール販売高に比例して支払手数料も増減する。同社は現在、本店である自社サイトを通じた販売の拡大に注力している。その目的は、同社が強化してきた商品画像や動画の充実などによって、自社サイトの情報量がECモール支店のそれに比べてはるかにリッチな内容となっており、それがコンバージョン率上昇(すなわち販売の増加)につながると期待されるためだ。One-to-Oneマーケティングにしても、自社サイトへの誘導を目的としている。2020年3月期第2四半期において、売上が順調に増加したなかで支払手数料が顕著に減少したことは、自社サイトでの販売が伸ばしたことを表している。

ただし、同社はECモール経由の販売をゼロにするようなことは考えていない。ECモールには集客力があるのは事実であり、また、同社の知名度の維持向上やブランディングの観点からも大手ECモールを避けて通ることは得策とは言えない。同社は支払手数料の売上構成比についてまだまだ下げる余地はあるとしつつも、十分許容可能なレンジに入ってきたと認識している。

**販管費の詳細内訳**

(単位：百万円)

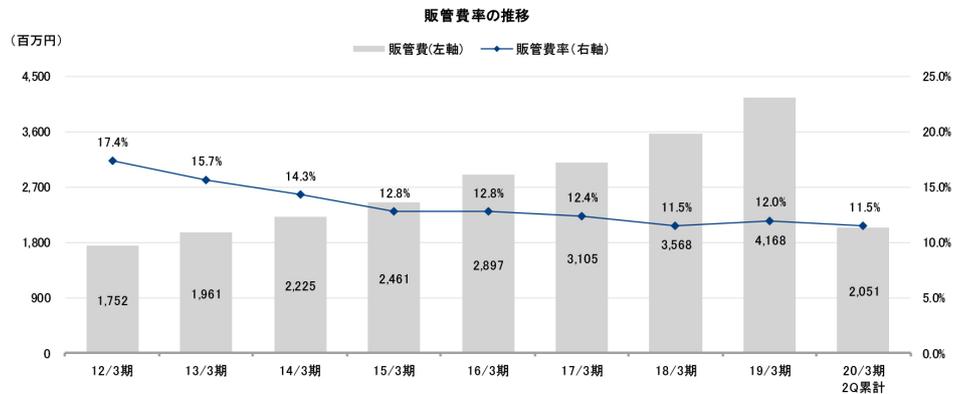
	19/3期		20/3期		前年同期比 増減
	2Q累計	売上比	2Q累計	売上比	
人件費	550	3.4%	600	3.4%	50
広告宣伝費	26	0.2%	23	0.1%	-2
販売促進費	360	2.2%	368	2.1%	8
業務委託費	97	0.6%	133	0.8%	36
支払手数料	410	2.5%	394	2.2%	-16
減価償却費	106	0.6%	105	0.6%	-0.5
地代家賃	131	0.8%	131	0.7%	-
その他	309	1.9%	293	1.6%	-16
<b>販管費合計</b>	<b>1,992</b>	<b>12.2%</b>	<b>2,051</b>	<b>11.5%</b>	<b>59</b>

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

販管費率は11.5%まで低下したが、この点も極めて良好な数値と言える。ECの事業モデルは固定費負担が小さく、売上が拡大すると、販管費率が急速に低下する収益構造となっている。実際にはシステム開発投資や前述の支払手数料などもあるため、リニア(直線状)に下がっていくわけではないが、長期的傾向としては順調に右肩下がりとなっている。

シュッピン | 2020年1月9日(木)  
 3179 東証1部 | <https://www.syuppin.co.jp/ir/>

## 業績の動向



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 全事業で収益が順調に拡大。自転車事業は営業利益が黒字転換

### 2. 事業セグメント別動向

#### 事業セグメント別売上高・営業利益詳細

(単位：百万円)

		19/3 期		20/3 期		EC 比率
		2Q 累計	2Q 累計	前年同期比		
カメラ	EC	8,276	8,468	2.3%		
	店舗	2,838	3,307	16.5%		
	売上高合計	11,114	11,776	6.0%		71.9%
	セグメント営業利益	855	1,261	47.4%		
	営業利益率	7.7%	10.7%	-		
時計	EC	1,645	1,822	10.7%		
	店舗	3,140	3,715	18.3%		
	売上高合計	4,785	5,537	15.7%		32.9%
	セグメント営業利益	250	332	32.8%		
	営業利益率	5.2%	6.0%	-		
筆記具	EC	165	183	11.1%		
	店舗	70	66	-5.3%		
	売上高合計	236	250	6.2%		73.2%
	セグメント営業利益	1	13	-		
	営業利益率	0.5%	5.3%	-		
自転車	EC	177	242	37.0%		
	店舗	48	45	-6.6%		
	売上高合計	225	288	27.6%		84.0%
	セグメント営業利益	-5	5	-		
	営業利益率	-2.4%	2.1%	-		
全社	EC	10,264	10,717	4.4%		
	店舗	6,098	7,135	17.0%		
	売上高合計	16,362	17,852	9.1%		60.0%
	営業利益	682	1,124	64.7%		
	営業利益率	4.2%	6.3%	-		

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 業績の動向

**(1) カメラ事業**

カメラ事業の 2020 年 3 月期第 2 四半期は、売上高 11,776 百万円（前年同期比 6.0% 増）、営業利益 1,261 百万円（同 47.4% 増）と増収・大幅増益で着地した。新品については、ニコン<7731>、キヤノン<7751>の 2 大メーカーから 2018 年秋以降、フルサイズミラーレスカメラの発売が続いているが、レンズのラインアップが不十分なこと等を理由に、想定よりも動きが鈍い状況となっている。両メーカーには根強い固定ファンが数多くいるが、その買い替え行動が盛り上がりず、当社にとっても機会損失となっているとみられる。こうした状況を踏まえて、同社は中古品の買取りと販売の回転を高めて増収を図ることに注力した。結果的に新品の鈍い動きを中古品の増販でカバーし増収を確保した。

販売チャネル別では、EC 売上高が前年同期比 2.3% 増、店舗販売が 16.5% 増となった。EC 販売の伸びが低かった理由は、EC モールから自社サイトへのシフトを進めた過程で EC モール支店での販売が前期より低下したことや、前年同期にセールを強化して売上増を図ったことの影響などだ。いずれも同社の意図した結果であり、特段の懸念の必要はないと考えられる。

営業利益が大幅増益となった要因は、中古品の粗利益率改善による。前年同期は新品の販売不振を中古品でカバーすべくセール強化をする一方、買取面でもタマ数をそろえるべく買取額引き上げなどを行い、売上と原価の両面で利益率の圧迫を招いた。それに対し 2020 年 3 月期第 2 四半期は買取りも順調に進み、利益率が前年同期に比べて改善した。

**(2) 時計事業**

時計事業の 2020 年 3 月期第 2 四半期は、売上高 5,537 百万円（前年同期比 15.7% 増）、営業利益 332 百万円（同 32.8% 増）と 2 ケタの増収増益で着地した。売上高は、EC 売上高が 9 月に駆け込み需要も含めて好調に推移した。時計は一品モノが多いことや商品の状態にこだわる顧客も多いため、店舗売上高の比率がカメラよりも高い。その店舗売上高は、国内顧客向けは堅調な推移が続き、前年同期比 18.3% 増と高い伸びとなった。

利益面では中古品比率の上昇で利益率が改善し、大幅増益となった。同社は時計事業に関し、越境 EC の拡大と、2020 年 3 月期下期からのレディース時計事業開始という 2 つの新展開に取り組み中だ。これらに関連した投資が営業利益を押し下げている面もあると弊社ではみており、実質ベースの時計事業の収益性はもっと高いものと考えている。

**(3) 筆記具事業**

筆記具事業の 2020 年 3 月期第 2 四半期は、売上高 250 百万円（前年同期比 6.2% 増）、営業利益 13 百万円（前年同期は 1 百万円の利益）となった。筆記具事業については前期に店舗リニューアルも含めた業務の効率化に取り組んだ。また、中古品の買取強化を目的に、「先取交換」を筆記具事業でも開始した。2020 年 3 月期第 2 四半期はこれらの施策の奏功により、増収増益を達成した。

#### (4) 自転車事業

自転車事業の 2020 年 3 月期第 2 四半期は、売上高が 288 百万円（前年同期比 27.6% 増）と大幅増収となり、営業利益は 5 百万円と前年同期の 5 百万円の営業損失から黒字転換を果たした。スマートフォンアプリを拡充してロードバイクに関する情報を充実させ、初心者からプロユーザーまで幅広い層が楽しめるポータルサイトとしての展開を進めた。また、大手 EC モールにおいて人気の高い商品や新規商材の積極的な販売施策を実施して集客増と知名度のアップに努めた。これらが奏功し、前述のような業績につながった。

## Web 会員数の月間増加ペースが 4,000 人台へ加速。 アクティブ率は四半期ベースの過去最高を更新

### 3. 主要 KPI の状況

同社は収益拡大に向けて創業以来様々な新機軸の施策を打ち出してきたが、近年取り組んできたのが One-to-One マーケティングだ。これは、一般的には不特定多数の顧客に画一的に行われているマーケティング活動を、“パーソナライズ”すなわち、各個人のニーズに合わせて必要な情報を提供する形にするというもので、有効に機能すれば高い営業効率が期待できる。しかし仕組みづくりには相応の時間を必要とし、同社も 2 年間をかけて段階を踏んで仕組みづくりに取り組んできた。最終的に、2018 年 3 月期に“パーソナルレコメンド”の仕組みが完成し、One-to-One マーケティングの全体が完成した状況にある（One-to-One マーケティングを始めとする同社の売上拡大のためのプラットフォームの詳細については、2019 年 1 月 17 日付レポートを参照）。

こうした同社にあっては、KPI（重要経営評価指標）も少しずつ変わってきている。かつては中古品比率や販売チャネル別（EC か店舗か）の動向などに注目していたが、同社の収益モデルやマーケティング施策が進化した現在、それらはもはや“結果”以上の意味はないと弊社では考えている。現状分析に有効な、あるいは先行性のある KPI としては以下の指標に注目している。

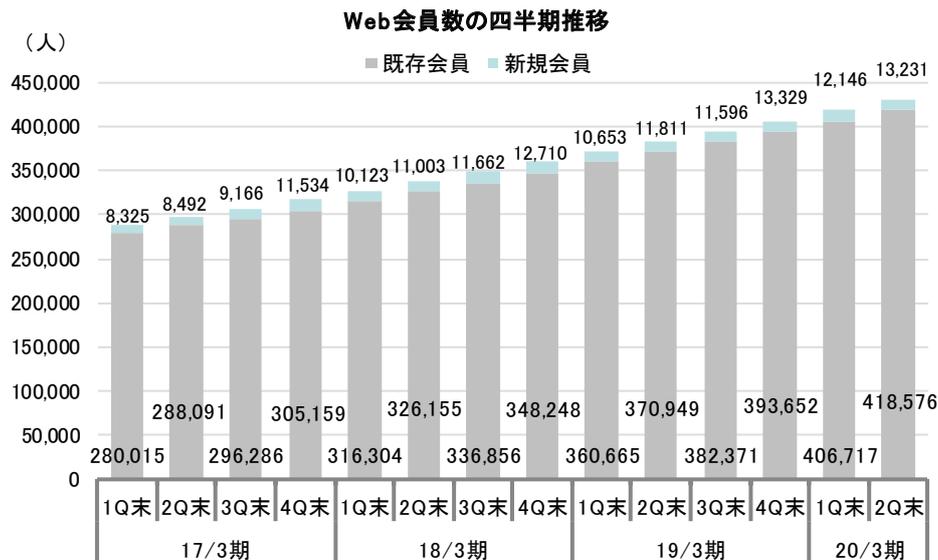
2019 年 3 月期は One-to-One マーケティングの完成後の初めての 1 年であり、運用面では未熟な部分や改善点・反省点もいろいろ出てきた。2020 年 3 月期はそうした経験を踏まえて臨んだが、結論としては、One-to-One マーケティングの各種ツールの“使いこなし”にかなり自信を深めたもようだ。

#### (1) Web 会員数

同社は、取引する顧客を「Web 会員」として管理している。Web 会員数の動向については以下の 2 つの点が重要と弊社では考えている。1 つは新規会員、すなわち新規顧客数の動向だ。セールなどの販売促進策や EC システムの仕組みづくりなどの営業努力の成果がここに表れると考えられる。もう 1 つは総（累計）会員数だ。これは同社が積み重ねてきたアセットと言える。会員は継続的・反復的に取引するアクティブ会員と、一定期間以上取引実績のない非アクティブ会員とに分けられるが、総会員数の一定割合がアクティブ会員になるといふ仮説が成立する条件においては、総会員数は大きな意味を持つことになる。

## 業績の動向

2020年3月期第2四半期末のweb会員数は431,807人となった。2019年3月期末の406,981人から半年間で24,826人増加し、月間当たりでは4,137人の増加となる。これは2019年3月期(3,835人/月)や2018年3月期(3,688人/月)の増加ペースから加速した状況にある。これを生み出した背景には、One-to-Oneマーケティングの各種ツールの本格稼働、ブランディングや知名度向上への取り組みが奏功した結果と考えられる。



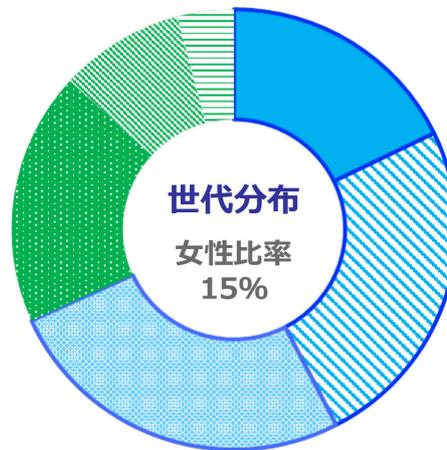
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

今後については、足元の会員数増加のペースが継続すると弊社ではみている。そう考える大きな理由は、会員の若年化と女性客の増加だ。年齢別では、かつては趣味に資金を投じる余裕がある50代、60代の比率が高かったが、近年は20代の構成比が上昇し20%に近づきつつある。そしてその20代の顧客の中では女性の割合が26.7%と4分の1を占めている。女性客の割合は、年代別に見て若年層ほど高いという点も注目される。この集計はすべての商材を合算しているためその点は注意を要するものの、売上構成比から見てカメラ事業の顧客割合が高いと推定される。

そのカメラ市場においては、かつてはデジタルカメラ(レンズ固定式の、いわゆるコンパクトカメラ)からスマートフォンへとシフトが進んだ。スマートフォンのカメラ機能は年々高機能化しており、カメラ市場を奪い取った形となったが、同時にまた、カメラで撮影することを日常化し、カメラや撮影に対する意識を高める効果ももたらした。さらにはより高画質な写真へのニーズを引き起こした。これが現在ではスマートフォンからカメラへの回帰(ただし、レンズ交換式の高性能カメラへのシフト)につながっている。この大きなムーブメントが同社の会員の年齢構成や女性客会員の大きな要因になっているとみられる。これはある種構造的なもので、まだ当面続く可能性が高いと考えられる。

## 業績の動向

## Web 会員の会員属性



※ ( ) は女性比率

■ 20歳代以下	17.8%	(26.7%)
▨ 30歳代	24.5%	(18.7%)
▩ 40歳代	25.7%	(12.5%)
■ 50歳代	18.6%	(8.7%)
▨ 60歳代	9.2%	(5.1%)
▩ 70歳以上	4.2%	(4.4%)

出所：決算説明会資料より掲載

**(2) 購入会員数とアクティブ率**

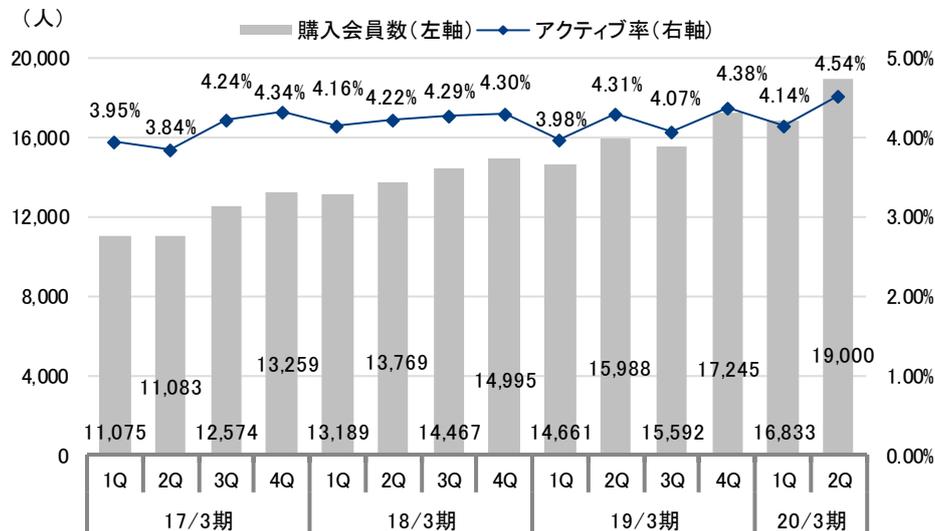
購入会員数は、各四半期に同社の自社サイトで購入した会員のうち新規会員を除いた数、すなわち既存会員の中の現に購入した会員ということだ。アクティブ率は各四半期初めの会員数に対するその四半期の購入会員数の割合だ。

同社は総会員数の増大に伴い、既存会員の活性化により大きな期待をかけている。理由は効率性の高さだ。目下、月間 4,000 人台のペースで新規会員が増加しているが、総会員数が 40 万人を大きく超えた今、新規会員の増加率は年間 10% 前後（すなわち増収率も 10% 前後）でしかない。他方、既存会員で現にアクティブな会員が年間にもう 1 回購入を増やした場合には、売上高を 30% 押し上げるとの試算結果を得ている。購入会員数とアクティブ率を重視する意味はここにある。

2020 年 3 月期第 2 四半期は、第 2 四半期単独期間のアクティブ率が 4.54% と四半期ベースで過去最高となった。欲しいリスト登録数や入荷お知らせメール登録数などの数値が着実に積み上がっていることと考え合わせると、One-to-One マーケティングの効果が出ているという評価が可能だろう。しかし一方で消費増税を前にした駆け込み需要が押し上げている部分もあると推測されるため、第 3 四半期以降の数字がどういう推移を見せるか、慎重に見守る必要はある。

## 業績の動向

## 購入会員数とアクティブ率の推移



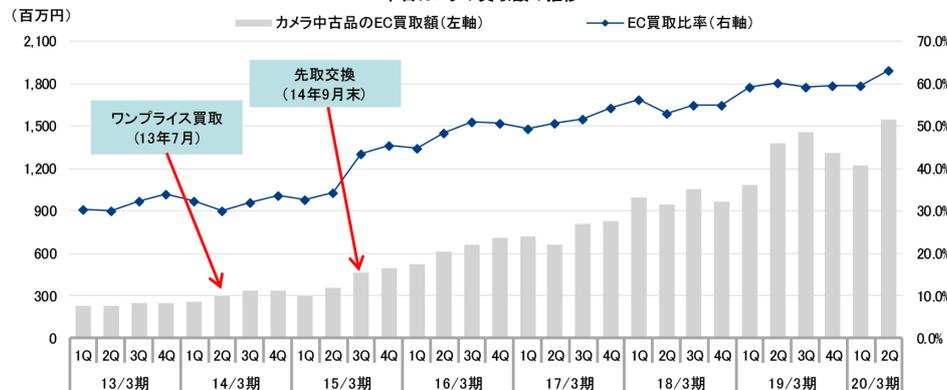
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## (3) 中古カメラ買取額

中古カメラの買取額は、同社の中核ビジネスであるカメラ事業の動向を見る上で非常に重要だと考えている。同社のビジネスモデルの特長は、中古品が新品販売のカタリスト（触媒）として働き、新品と中古品の売上を拡大させていく点にあると考えているが、これは純粋な工業製品であるカメラにこそ良く当てはまる。

2020年3月期第2四半期のカメラ買取額は第1四半期（4月－6月）が前年同期比12.7%増、第2四半期（7月－9月）が同12.3%増と、順調に拡大した。同社にとって中古品の仕入れは生命線と言えるほどに重要な部分だが、ワンプライス買取りや先取交換・下取交換などの施策で、順調な買取りが続いている。買取価格の面でも前期とは異なり適正な買取価格での調達が可能であり、それが前述のように粗利益率の拡大へとつながっている。

## 中古カメラの買取額の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## ■ 中長期の成長戦略

### 収益拡大に向けた仕組みづくりが成長戦略の本質。 当面のゴールである売上拡大のためのプラットフォームの完成に 大きく近づいた状況

#### 1. 中長期の成長戦略の全体像

同社の中長期成長戦略は、事業モデルの特色と合わせて理解することがポイントだと弊社では考えている。改めて同社の事業モデルの特長、強みを整理すると以下ようになる。

同社はeコマース（EC）特化型の小売企業であり、その商材は“価値あるもの”に限定している。そして、それらの取扱商材については、新品のみならず中古品の販売も行っている。

同社の事業における中古品の取扱いをどう理解し、位置付けるかによって、同社への評価が変わるだろう。中古品を取り扱うことに着目して同社をリユース事業者と捉える向きもあるが、その理解の仕方は同社の実力や価値を見誤る恐れがあると考えられる。同社において中古品の事業は、新品の販売を加速するためのカタリストの役割を担っているというのが弊社の理解だ。新品の販売には（一品モノが基本の中古品とは異なり）限界がないためだ。

一方、同社において、中古品ビジネスは新品のビジネスと同様に、重要な収益源かつ成長エンジンと位置付けられている。収益性（粗利益率）という点では中古品が新品をしのいでいる。また、新品のモデルサイクルの谷間を埋めて安定成長を実現する役割も担っている。中古品ビジネスは単なるカタリストにとどまらず、新品と並ぶ収益の柱と成り得るものであり、同社においては現にそうになっている。

新品と中古品のビジネスはそれぞれ特徴や収益モデルが異なる。まったく別の個性を持つ2つのビジネスを有機的に結び付け（上記のカタリスト関係と同じ意味）、全体としての収益成長を極大化させることを目指している点に、同社の事業モデルの独創性や強みがあると弊社では考えている。

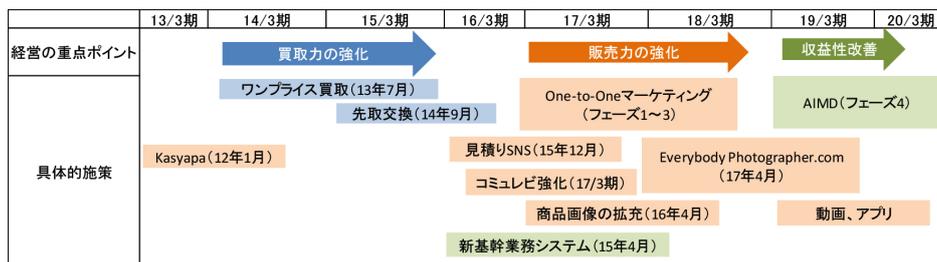
このように書くと、他社にも簡単にまねできそうにも思えるが、決してそうではない。同社も創業以来、様々な施策を積み重ねて今日に至っている。ここで言う“施策”とはキャンペーンや一時的な販売促進策などではなく、収益成長のための仕組みづくりだ。すなわち、前述したように、ECの枠組みにおいて、“価値あるもの”の新品と中古品とを、化学反応させながら相乗的に収益を成長させるための施策ということだ。同社の中長期の成長戦略とは、まさにこのことにほかならない。

同社が現在取り組む中長期成長戦略の当面のゴールとして目指すのは“売上拡大のためのプラットフォーム”の完成だ。プラットフォームとは売上高を拡大するための仕組みのことで、顧客を引き寄せ、あるいは囲い込むための様々な仕組みの総称と考えればよいだろう。その具体的な取り組みの内容がOne-to-OneマーケティングやCGMマーケティングということだ。

## 中長期の成長戦略

One-to-One マーケティングについては、同社はここ数年、販売力強化に向けた重要施策としてその構築に取り組んできた。2018年3月期までにフェーズ3に当たる“パーソナルレコメンド”の仕組みを完成させ、一応の完成を見た。2019年3月期からは、One-to-One マーケティングの運用を本格させると同時に、新たなプロジェクトとしてAIMDの稼働に向けて取り組んでいる。これは収益性改善を目的としているが、中古品の買取強化策は売上拡大にも直接的につながる点で、トップライングロースへの取り組みでもあり得るであろう。

## 同社の成長に向けた取り組みの流れ



出所：フィスコ作成

CGM マーケティングでは、主力商材のカメラにおいて取り組みが進められている。現状は消費者からの画像やコメントなどのコンテンツが順調に増大・充実しつつある状況だ。具体的な進捗例として、カメラ機材購入後の楽しみの場としての「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com」(略称「エビフォト」)への投稿数が2019年9月末で64,875枚と1年前の35,953枚から順調に増加していることを挙げることができる。同社自身はこのペースに決して満足しているわけではなく、定期的なフォトコンテストの実施などを通じて投稿数の増加ペースを加速させるとともに、総数のさらなる増加を目指している。こうした消費者からの画像・コメントの充実が進めば、同社が狙う“循環”が構築され、収益拡大ペースの加速に貢献すると期待される。

## AIMD は開発の最終段階にあり、 2020年3月期第4四半期に運用開始の見込み

### 2. AIMD の導入と進捗状況

AIMD は AI を活用した中古カメラの買取価格・販売価格の自動アシストシステムだ。同社は現在、人手によって買取価格・販売価格を決めている。同社の取扱品目は約20,000アイテムに上るが、タイムリーな価格決定ができていないのは、一部に限られ(約400~500アイテム程度と推定)、結果的に機会損失になるケースも多い。AIMD は人手による作業をアシストするもので、適正かつタイムリーな価格決定となる品目数を増やし、機会損失を減らすことが期待される。

#### 中長期の成長戦略

具体的な効果としては、まず第 1 に、ミスプライシング（値付けの失敗）が減少することで、中古品取引の総平均粗利益率の改善につながる事が期待される。第 2 としては、適正価格での取引は消費者を引き付けると期待されるほか、セールや販促に際しても、最適なセール対象アイテムの選出などにより、売上の確保すなわちトップライングロスへの貢献が期待される。さらには 3 つ目として、優先販売在庫の選定といった在庫管理機能の面での貢献も期待される。これらの効果は、AIMD にノウハウやデータが蓄積されて精度がアップするにしたがって徐々に大きくなっていくものと考えられる。

AIMD 導入のスケジュールは第 4 四半期(2019 年 1 月 - 3 月期)になりそうだ。2019 年 11 月の時点において、ソフトウェアの開発が最終段階にある。導入後、しばらくはテストランという形での運用開始となるため、本格的な稼働は 2021 年 3 月期になると弊社ではみている。

本格稼働に入った段階でも中古カメラの買取価格・販売価格の決定のすべてを AIMD に委ねるわけではない。AIMD は自動アシストシステムであり、言わば“従”の存在だ。“主”は言うまでもなく現状と同じく担当者が担うことになる。精度の向上度合いに従って自動アシストの活用割合を徐々に高めていくことになる。こうした運用方法は、事業リスクを低減するうえで非常に有効だと弊社では考えている。

具体的な数値を挙げると、AIMD 導入後にタイムリーに価格決定されるのは 2,000 アイテム程度に増加すると見られる。総アイテム数（約 20,000）の 10 分の 1 ではあるが現行の約 5 倍であり、実際の取引量を考えれば（上位 10% のアイテムで取引数量・取引額のかなりの部分を占めると考えられる）、機会損失はかなり削減され、中古品取引の総平均粗利益率向上の効果は大きいと期待される。

## 時計事業はレディース時計事業と海外事業で業容拡大を目指す

### 3. 時計事業の成長戦略と進捗状況

時計事業はカメラ事業に次いで 2 番目に大きい事業だ。前述のようにカメラ事業においては One-to-One マーケティングや CGM マーケティング強化のプロジェクトのスタート、AIMD も近々の稼働が予定されるなど、売上高拡大のためのプラットフォームづくりが完成に近づいている。同社の中長期的成長ポテンシャルを考えると、こうしたカメラ事業における仕組みづくりが時計事業及び他の事業においても可能なかという点が注目ポイントとして浮かび上がってくる。

この点について同社は、時計についてもカメラ同様の仕組みを構築し、収益規模を拡大させていくことは可能だと明言している。しかし同時に、カメラと時計の商品特性の違いを踏まえ、それに応じた仕組みづくりをすることが必要だとしている。カメラと時計の違いというのは、カメラは工業製品でありその価値は画素数や連写スピード等の性能によって決定されるのに対し、時計は同じ工業製品とはいえ、高級品になればなるほど生産本数も少なく工芸品の色合いを帯び、価値の判断基準は時刻の正確性や機能性よりも希少性やストーリー性などに置かれているという点にある。時計は言わば宝飾品に近く、価格的にもカメラをはるかに上回っている。

## 中長期の成長戦略

こうした商品特性を踏まえて、同社が時計事業の規模拡大策として現在取り組むのは、レディース時計事業の立ち上げと、海外事業の2つだ。そしてこれらに共通するベースとしての要素として、同社のブランディングの確立にも取り組んでいる。

### (1) レディース時計事業の概要と進捗状況

同社は時計事業からのスピナウトとして女性向け時計を主軸としたレディース事業を本格的に開始する計画だ。女性顧客と女性スタッフの双方が拡大したことで、時計事業の屋号である『GMT』から独立させて「BRILLER (ブリエ)」という、別屋号で展開することを決定した。

取扱商材の主軸は時計だが、女性用高級腕時計はジュエリーとしての面を持つことも多いため、レディース時計事業ではジュエリー・宝飾品にも取扱カテゴリーを拡大する方針だ。

事業の開始は2020年3月期下期で、年末年始の商戦に合わせて12月にスタートした。収益計画については、初年度の2020年3月期については具体的な目標を掲げていないが、2年目の2021年3月期については約20億円という見通しを公表している（中期経営計画の項を参照）。

同社がレディース時計事業に進出したことについて、弊社では非常にポテンシャルが高い取り組みだと考えている。国内の時計市場は8,200億円とも言われる巨大市場だ。そのセグメントは男性・女性の別や、駆動方式の別、価格帯等、多岐にわたるが、同社は男性用高級機械式腕時計にフォーカスして事業を展開してきた。時計事業の屋号であるGMTや、サイトのデザイン、作り込みも男性客を意識したものとなっていた。そうしたGMTにあっても、レディース時計のニーズは一定数あり、2019年3月期実績ベースでは約6%がレディース時計だった（セグメント売上高98億円に対してレディース時計の売上高は6億円）。

言うまでもなく人口構成比を考えればレディース時計の成長余地は極めて大きく、同社がレディース時計への展開を決定した最大の理由もここにある。進出に当たってレディース時計専用のブランドとサイトを導入するのも重要なポイントだ。レディース時計はより宝飾品に近い存在と考えられ、価値判断基準がメンズとは大きく異なる。人気・売れ筋ブランドもメンズとは大きく異なるため、同一サイトでの展開では使い勝手が悪くなることが想定される。そして何より重要なのがブランディングで、独立したサイトの方が有利であることは論じるまでもないだろう。こうした実情を反映して同社は、レディース時計事業プロジェクトの実務は、ベンダーも含めて女性を中心にしたチームを編成して取り組んでいる。こうしたロジカルな思考と実際の動き方が徹底している点に弊社では成功可能性を強く感じている。

### (2) 海外事業

同社の海外事業とは越境EC事業展開だ。当面の海外事業の位置付けは収益成長と言うよりも同社全体のブランディング（ブランド確立、知名度向上）に力点が置かれている。その一環として、2017年8月にカメラから越境ECをスタートした。北米の大手ECモールであるeBayに出店し、当初は4ヶ国を対象とされていたが、順次拡大し、現在は20ヶ国を対象に販売している。2019年3月期実績の売上高は約480百万円だった。

一方、時計事業については、2019年5月に越境ECを開始した。出店先は高級腕時計の分野で世界最大級のマーケットプレイスである「クロノ24」だ。クロノ24は40万点以上の時計掲載数を誇り、110ヶ国に700万人のユーザーを抱えている。

## 中長期の成長戦略

同社は米国、香港からスタートして徐々に対象国を広げ、現在ではイギリス、オーストリア、タイ、マレーシア、UAE に向けて販売を行っている。

海外事業の目的は、現状ではカメラ同様、ブランディングの意味合いが強いと見られるが、順調な販売状況を反映して、今後は次第に収益事業として位置付けが高まっていくと弊社では見ている。GMT で扱う高級腕時計の市場は世界中にあるため、同社の GMT ブランドが浸透すれば市場が一気に拡大することになる。また、海外市場を持つことは国内市場での価格戦略において優位性を確保することにつながると考えられ、時計事業の収益性向上も期待できると弊社では考えている。

## 2022年3月期において売上高 47,542 百万円、 営業利益 2,322 百万円を計画

### 4. 中期業績計画

同社はいわゆる固定式の3ヶ年中期経営計画は策定していないが、毎年、向こう3ヶ年の中期業績計画を公表している。2019年5月に公表した業績計画では、最終年度の2022年3月期において売上高 47,542 百万円、営業利益 2,322 百万円、経常利益 2,312 百万円を計画している。

#### 2020年3月期～2022年3月期の中期業績計画

(単位：百万円)

	19/3期 実績	2019 ローリング中計 (20/3期～22/3期)						年平均成長率 (注)
		20/3期		21/3期		22/3期		
		計画	前期比	計画	前期比	計画	前期比	
売上高	34,608	37,673	8.9%	42,359	12.4%	47,542	12.2%	11.2%
カメラ事業	23,776	25,391	6.8%	28,382	11.7%	32,067	12.9%	10.5%
時計事業	9,860	11,206	13.7%	12,808	14.2%	14,159	10.5%	12.8%
筆記具事業	491	530	7.8%	575	8.5%	645	12.2%	9.5%
自転車事業	480	545	13.3%	594	9.0%	671	13.0%	11.8%
売上総利益	5,612	6,170	9.9%	7,022	13.8%	8,095	15.3%	13.0%
売上総利益率	16.2%	16.4%	-	16.6%	-	17.0%	-	-
販管費	4,168	4,596	10.2%	5,162	12.3%	5,774	11.9%	11.5%
販管費率	12.0%	12.2%	-	12.2%	-	12.1%	-	-
営業利益	1,444	1,574	9.0%	1,860	18.2%	2,322	24.8%	17.2%
営業利益率	4.2%	4.2%	-	4.4%	-	4.9%	-	-
経常利益	1,433	1,564	9.2%	1,851	18.3%	2,312	24.9%	17.3%
当期純利益	982	1,023	4.1%	1,211	18.3%	1,512	24.9%	15.5%
グローバル戦略部	-	601	-	780	29.7%	1,014	30.0%	-
レディース時計	-	-	-	1,953	-	2,343	20.0%	-

注：年平均成長率は、19/3期を起点に22/3期までの3年間の年平均成長率

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 中長期の成長戦略

2020年3月期第2四半期を終えた時点では、中期業績計画及び各セグメントの注目点に特段の変更はない。前述のように、2020年3月期第2四半期はすべての事業セグメントが好調に推移し、利益の進捗率が70%を超えた。これを受けて2020年3月期通期見通しが上方修正されることになれば、2020年5月に発表される中期業績計画も全般に見直される可能性がある。

カメラ事業は、2019年3月期基準として2022年3月期までの3年間の売上高のCAGR（年平均成長率）を10.5%と計画している。2020年3月期は大手2社のフルサイズミラーレスの移行期が続くため慎重にみており、それが3年間のCAGRを抑え込んでいるという形だ。注目されるのは海外の越境ECで、年率30%近い高成長を見込んでいる。

時計事業は、売上高のCAGRについて12.8%と予想している。足元の成長率からすると控え目な印象だ。レディース事業で2021年3月期に急成長を計画していることから、ここ数年時計事業は堅調な成長が続いていることや海外展開の開始もあるため、メンズとレディースを合わせた全体ではもう少し伸びるような印象だ。

筆記具事業と自転車事業はそれぞれ、売上高のCAGRを9.5%、11.8%と計画している。これまでどおり新規顧客の獲得と、既存顧客の活性化に取り組み、収益を拡大させる計画だ。着実に知名度や認知度が上がってきているため、十分達成可能な計画と弊社では考えている。

## ■ 今後の見通し

### 年末商戦を順調に乗り越えられれば 通期予想の修正が行われる可能性は十分にあるとみる

2020年3月期について同社は、売上高37,672百万円（前期比8.9%増）、営業利益1,574百万円（同9.0%増）、経常利益1,564百万円（同9.2%増）、当期純利益1,023百万円（同4.1%増）と増収増益を予想している。これらの数値に期初予想から変更はない。

今後の見通し

## 2020年3月期業績見通しの概要

(単位：百万円)

	19/3期			20/3期				
	2Q累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q累計 実績	下期 予想	前年同期比	通期 予想	前期比
売上高	16,362	18,246	34,608	17,852	19,819	8.6%	37,672	8.9%
営業利益	682	761	1,444	1,124	449	-41.0%	1,574	9.0%
営業利益率	4.2%	4.2%	4.2%	6.3%	2.3%	-	4.2%	-
経常利益	679	754	1,433	1,118	445	-40.9%	1,564	9.2%
当期純利益	462	520	982	758	264	-49.2%	1,023	4.1%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2020年3月期第2四半期は好決算となり、利益面での進捗率（期初通期予想に対する第2四半期実績の割合）は70%を超えた。それにもかかわらず通期予想を維持した結果、予想達成に必要な下期の所要営業利益は449百万円（前年同期比41.0%減）と大幅にハードルが低下している。

通期予想の見通しを維持したことについて同社は、最大の需要期である年末商戦の先行きが不透明であることを理由に挙げている。2019年10月の消費増税を前に駆け込み需要があり、その反動が年末商戦に悪影響を及ぼすことを懸念したためだ。

同社のこうした慎重な姿勢は素直に評価されてよいと弊社では考えている。過去の経験則に基づけば駆け込み需要の反動を軽視することはできない。2020年2月に予定されている2020年3月期第3四半期決算の発表までには年末商戦の帰趨が明らかになっている見込みで、それを確認してからでも遅すぎることはいないだろう。年末商戦を順調に通過できれば2020年3月期通期予想が見直される可能性は十分であると弊社ではみている。

業績数値以外の下期の注目点は、大きくは以下の2つだ。

1つはAIを活用したマーチャндаイジング(AIMD)の新システムの稼働だ。これはベンダー(ソフト開発の業務委託先)サイドでの開発は11月現在で終盤に差し掛かっており、第4四半期には運用が開始されるとみられる。当初は試運転的にスタートし、2021年3月期からの本格的な運用になるとみられる。

2つ目はレディース時計事業のスタートだ。2019年の年末商戦に間に合わせて、12月に専門サイトをオープンした。収益への実体的な貢献は2021年3月期からになるとみられるが、知名度・認知度を向上させるという点では12月中のサイトオープンは大きな意味があると言えるだろう。

**シュッピン** | 2020年1月9日(木)  
 3179 東証1部 | <https://www.syuppin.co.jp/ir/>

今後の見通し

**損益計算書**

(単位：百万円)

	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期 2Q 累計	20/3 期 通期 (予)
売上高	22,705	24,996	30,921	34,608	17,852	37,672
前期比	18.5%	10.1%	23.7%	11.9%	9.1%	8.9%
カメラ事業	16,572	18,131	21,937	23,776	11,776	25,391
時計事業	5,301	6,013	7,974	9,860	5,537	11,206
筆記具事業	470	511	573	491	250	530
自転車事業	360	339	436	480	288	545
売上総利益	3,729	4,202	5,105	5,612	3,176	6,170
売上総利益率	16.4%	16.8%	16.5%	16.2%	17.8%	16.4%
販売費・一般管理費	2,897	3,105	3,568	4,168	2,051	4,596
販管費率	12.8%	12.4%	11.5%	12.0%	11.5%	12.2%
営業利益	832	1,096	1,536	1,444	1,124	1,574
前期比	-6.1%	31.8%	40.1%	-6.0%	64.9%	9.0%
営業利益率	3.7%	4.4%	5.0%	4.2%	6.3%	4.2%
経常利益	821	1,078	1,521	1,433	1,118	1,564
前期比	-5.6%	31.3%	41.1%	-5.8%	64.7%	9.2%
当期純利益	560	741	1,077	982	758	1,023
前期比	-0.6%	32.3%	45.4%	-8.8%	64.0%	4.1%
分割調整後						
1株当たり当期純利益(円)	23.41	30.96	45	41.11	32.12	43.34
1株当たり配当金(円)	4.00	6.00	10.00	14.00	0.00	14.00
1株当たり純資産(円)	114.74	141.69	180.68	206.90	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

## 貸借対照表

(単位：百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期 2Q
流動資産	4,905	5,727	7,692	8,656	8,790
現金及び預金	506	644	1,268	1,403	1,257
売掛金	1,327	1,612	1,851	1,916	2,170
商品	2,757	3,209	4,194	4,781	5,066
固定資産	1,001	949	1,088	1,214	1,119
有形固定資産	137	123	136	156	145
無形固定資産	530	468	443	377	316
投資その他の資産	333	356	508	680	657
資産合計	5,907	6,676	8,780	9,871	9,909
流動負債	2,585	2,954	3,353	3,943	3,457
買掛金	940	823	1,045	1,206	1,081
短期借入金等	1,215	1,428	1,474	1,831	1,493
固定負債	568	322	1,095	1,018	1,183
長期借入金	568	322	1,095	1,018	1,183
株主資本	2,746	3,392	4,325	4,903	5,263
資本金	508	508	508	513	518
資本剰余金	408	408	408	413	418
利益剰余金	1,829	2,474	3,408	4,151	4,578
自己株式	-	-	-0	-175	-252
新株予約権	6	6	5	5	5
純資産合計	2,753	3,399	4,331	4,909	5,268
負債・純資産合計	5,907	6,676	8,780	9,871	9,909

出所：決算短信よりフィスコ作成

## キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	90	388	134	689	477
投資活動によるキャッシュ・フロー	-333	-122	-184	-419	-42
財務活動によるキャッシュ・フロー	257	-128	675	-135	-581
現預金増減	14	137	624	134	-145
期首現預金残高	492	506	644	1,268	1,403
期末現預金残高	506	644	1,268	1,403	1,257

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 株主還元

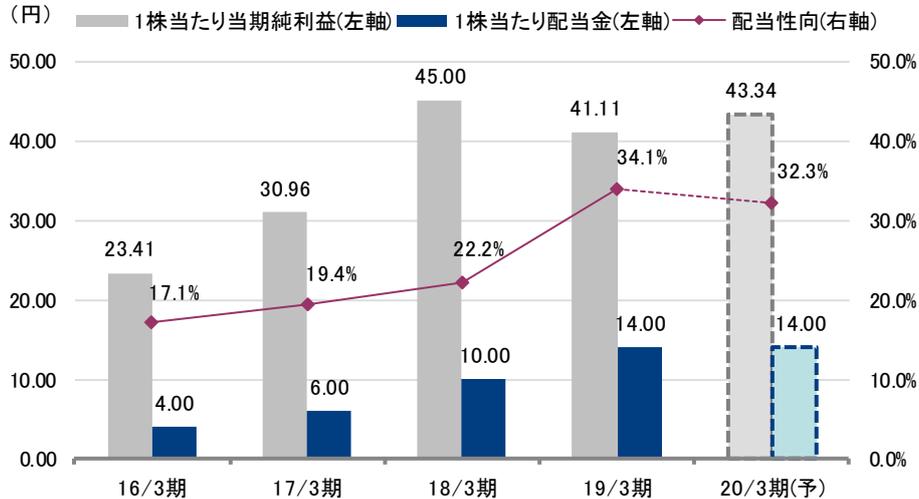
### 2020年3月期は前期比横ばいの14円配の配当予想を公表

同社は株主還元を重要な経営課題として位置付け、配当による還元を基本方針としている。従来は安定配当継続を基本方針としていたが、2017年3月期からは目標とする配当性向を設定しそれに沿った配当を行う方針へと変更した。現在は“25%～35%の配当性向を当面の目標”としている。

2020年3月期については期初に前期比横ばいの14円配（期末配のみ）の配当予想を公表している。第2四半期決算後もこの配当予想に変化はない。2020年3月期の予想1株当たり当期純利益43.34円に基づく配当性向は32.3%となる。

前述のように、今後の進捗状況によっては、2020年3月期通期予想が上方修正される可能性もある。その結果として予想配当性向が変更される可能性もゼロではない。しかし、目標配当性向のレンジが広いいため、配当については現行の配当予想を基本シナリオに考えておくことが安全だろう。

1株当たり当期純利益、1株当たり配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 免責事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp