

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

桑山

7889 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2017年7月10日(月)

執筆：客員アナリスト

宮田仁光

FISCO Ltd. Analyst **Kimiteru Miyata**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. 事業概要	03
3. 強みは桑山品質を支える製品力	05
4. 富山～無錫・広州～タイとつながる製造工場	06
5. 業界と同社のポジション	08
6. 光り輝く製品群	09
7. ターニングポイント	11
■ 業績動向と今後の見通し	13
1. 2017年3月期の業績動向	13
2. 2018年3月期の業績見通し	13
3. 市場別の戦略対応と見通し	14
4. 安定的な経営指標	15
■ 中期経営計画	17
1. 今後の市場環境	17
2. 今後のリスク要因	18
■ 株主還元策	19
1. 利益配分に関する基本方針	19
2. 株主優待制度	19

■ 要約

3回目のターニングポイントは現在進行形、 世界へ羽ばたく総合ジュエリーメーカー

桑山 <7889> は、1964年に現代表取締役会長の桑山征洋（くわやまゆきひろ）氏が貴金属チェーンメーカー桑山鎖を創業、日本で初めて貴金属チェーンの製造に自動製鎖機を導入し、成長期の市場に向けて量産体制で臨む事業を開始した。90年代には貴金属チェーン以外のダイヤモンドやパールを使ったジュエリーへと業容を拡大した。2000年代初頭には、現副会長の相原信雄（あいはらのふお）氏が社長を継ぎ、中国・タイの製造拠点を作り、海外進出の礎を築いた。そして2009年以降は、現代表取締役社長の桑山貴洋（くわやまたかひろ）氏の手によって業容拡大が結実し、同社は総合ジュエリーメーカーへと進化した。

同社の国内外の売上高構成比は、国内78%、海外22%である。海外のうち中国（香港・台湾含む）が16%で、アセアン4%、北米他で2%となっている。中国では、同社が主力とするプライダルリングやファッションジュエリーなど高付加価値製品が伸びている。製品別の売上高構成比は同社の総合力を利したOEM/ODMが65%、貴金属チェーン25%、宝飾素材10%である。OEM/ODM製品が強いのは、同社のハイレベルの製造能力、安定した高クオリティ、卓越した企画力、つまり「桑山品質」を支える製品力という強みがあるからである。そして、本社の企画デザイン機能、富山～無錫・広州～タイの工場における生産技術、本社を中心とする調達・販売ネットワーク、通常営業と技術営業による顧客サポート、すべてをつなぐ業務システムと、総合ジュエリーメーカーとして全方位に亘る商売ができるからこそそのシナジーも生じる。

こうしたことを背景に同社は、Couture Design Awards 2016（Platinum部門Winner）、International Jewellery Design Excellence Award 2017（Champion of the Champions）と世界的デザインコンテストで最高位に輝いた。同社のデザイン・技術力が世界で認められたのである。貴金属チェーンの自動製造、総合メーカーへの業容拡大と2回のターニングポイントによって、縮小する日本市場を中心に成長を継続してきたが、前期での中国2工場の稼働開始を背景に香港に中国本社を設立する計画である。3回目のターニングポイントといえ、桑山社長が次に狙うは海外販売の一大拠点となる見込みである。

2017年3月期は、貴金属地金相場の下落はあったもののタイへの3D技術導入や中国2工場体制の構築完了を背景に、減収増益となった。2018年3月期は、国内が取引先との取り組み強化などによるシェアアップ、海外は中国での生産体制強化と嗜好変化への対応で成長加速を進め、増収増益を確保する考えである。中期業績について、同社は中期経営計画を公表していない。しかし、3回目のターニングポイントが来ていることを考えると、総合ジュエリーメーカーとして世界に羽ばたこうとしている同社には、利益成長という大きな期待が持たれる。

Key Points

- ・ジュエリー業界トップの強みは、製造能力、クオリティ、企画力など同社製品力にある
- ・自動製鎖機導入、業容拡大に続くターニングポイントは世界的受賞と中国本社設立
- ・中国本社設立を機に世界へ羽ばたこうとする同社には、中期利益成長が期待される

要約



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

桑山会長が創業し業容を拡大、桑山社長が育成し海外販売を強化した

1. 沿革

同社は1964年東京オリンピックの年に、金の輸入自由化を見越した現代表取締役会長桑山征洋氏によって設立された。桑山会長は、国内他社に先駆けてイタリア製自動製鎖機を導入、日本で初めて貴金属チェーンの工業化を実現した人物である。90年代に入るとチェーン専業からアセンブリー製品やキャスト製品、カットリングへと品ぞろえを広げるとともに、ダイヤモンドの集散地ベルギーに子会社を設立してダイヤモンドビジネスをスタート、さらにタイと中国に工場を建設して総合ジュエリーメーカーとしての生産体制も築いた。

現在ではジュエリー・ダイヤモンド・真珠の3本柱を確立、総合ジュエリーメーカーとしても国内最大の規模を誇るようになった。このため、2000年に社名を株式会社桑山貴金属から株式会社桑山へと変更した。創業し海外生産など総合化への布石を打ったのが桑山会長で、その意志を継いで世界に誇る総合ジュエリーメーカーへと育て上げたのが桑山貴洋社長である。桑山社長は次の展開として海外での販売拡大を狙っている。

桑山 | 2017年7月10日(月)
 7889 東証 JASDAQ | <http://www.kuwayama.co.jp/>

会社概要

沿革

1964年 4月	創業者桑山征洋氏が、東京都墨田区に貴金属を扱う「桑山鎖」を開業
1970年 4月	東京都墨田区に「株式会社 桑山貴金属鎖」設立 富山県魚津市に魚津工場（前テクニカルセンター）を新設（2000年2月現富山工場へ移設）
1973年 9月	東京都台東区に本店を移転
1976年 4月	富山県魚津市に宮津工場（現富山工場）を新設
1986年 8月	商号を「株式会社 桑山貴金属」に変更 東京都台東区に本社ビルを新設し、本店を移転
1987年 4月	山梨県甲府市に甲府営業所を設置（1994年3月に甲府支店に昇格）
1992年 3月	資本金3億5,200万円に増資
1992年 4月	子会社5社を吸収合併 大阪営業所（1994年3月に大阪支店に昇格）、福岡営業所（2001年4月に福岡支店に昇格）をそれぞれ設置
1993年 4月	資本金7億4,750万円に増資
1994年 4月	中国江蘇省無錫市に関連会社「無錫金藤首飾有限公司」を設立（2005年1月に100%子会社とする）
1995年 3月	同社株式を日本証券業協会の店頭売買有価証券として登録（現東京証券取引所 JASDAQ 市場上場） 資本金13億4,150万円に増資
1995年 4月	欧州の市場調査及びダイヤモンド買付を目的としベルギー・アントワープに KUWAYAMA EUROPE N.V. を設立
1995年11月	資本金29億5,270万円に増資
1997年 3月	資本金30億1,352万円に増資
1997年12月	ジュエリーの生産拠点を拡充するためタイ・バンコク市の CHRISTY GEM CO.,LTD. の経営権を取得
1997年12月	アジアの経済拠点香港に「KUWAYAMA HONG KONG CO., LTD.」を設立
2000年 8月	商号を「株式会社 桑山」に変更
2004年 6月	帝国ホテルタワー内に最高級ダイヤモンドの専門サロン「DIADDICT（ディアディクト）」を開業
2004年 9月	商品企画、営業力強化を目的に宝飾品卸商、株式会社エヌジェーを100%子会社とする
2007年 4月	催事販売の強化を図るため、株式会社プリリアンスインターナショナルジャパンを設立
2008年 5月	服飾雑貨業界との業務取引の拡充と新規分野を確立するため株式会社 K.C.D を設立 有限会社クレールの株式を取得し、子会社とする
2014年11月	製造効率の改善及び品質管理の高度化を目的として、Daems Giovanni BVBA（ベルギー法人）と出資提携
2015年 9月	中国での製造能力を増強するため「広州桑山珠寶有限公司」を広州市番禺区に新設
2016年 1月	西日本地域の売上増強と両社の相乗効果による売上拡大を目的として「株式会社 HAKKO インターナショナル」を株式会社エヌジェーの100%連結子会社として設立

出所：会社ホームページよりフィスコ作成

日本の小売市場を支える総合ジュエリーメーカー

2. 事業概要

同社は、貴金属チェーンからダイヤモンド、真珠、色石まで幅広く取り扱う国内トップの総合ジュエリーメーカーである。特に貴金属チェーンは、市場に出回る3本に1本は同社製と言われるほど、国内で圧倒的なシェアを有している。同社は、オリジナルをはじめ各種製品の企画・デザインから生産、販売、サービスまでを一貫して提供することができる。このため、大手有名ブランドのOEM/ODM※まで手掛けている。変化し続けるグローバルマーケットの動向をいち早くつかむ企画・デザイン力、桑山品質と呼ばれる品質を重視した生産技術があるからこそ、日本ばかりでなく世界でも認められるようになった。今日では製販両面でアジアや欧米諸国などへ進出、グローバル展開も積極的に推進している。

※OEM/ODM（original equipment manufacturer/original design manufacturer）とは取引先ブランドの製品を製造すること。OEMはデザインや仕様など取引先の指示により、ODMは詳細な指示がない。

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.

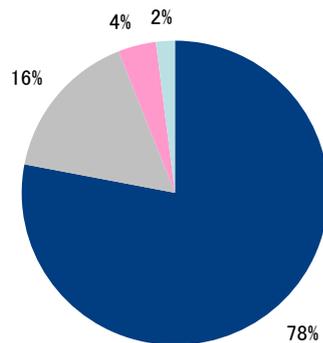
会社概要

同社の国内外の売上高構成比は国内 78%、海外 22% である。海外のうち中国（香港・台湾含む）が 16% で、アセアン 4%、北米他で 2% となっている。中国のジュエリー市場は減速しているが、これは過半を占める資産性の強い純金製品市場が減速しているためである。同社が主力とするブライダルリングやファッションジュエリーなどデザインされた高付加価値製品は、結婚指輪取得率（ペア購入率）の上昇や地方都市へ市場拡大によって安定的な伸びを続けている。少子高齢化や晩婚化で需要の停滞する日本とは対照的である。

製品別の売上高構成比は OEM/ODM 65%、貴金属チェーン 25%、宝飾素材 10% である。主力は OEM/ODM 製品で、同社からの企画提案（ODM）あるいは取引先からの提案（OEM）による商品テーマに沿ってデザインされた製品群である（採用後に取引先のオリジナル商品となる）。企画・デザイン力、製造能力、地金やダイヤなど宝飾素材の調達力などの点から、同社はメーカーとして高い優位性があると言え、OEM/ODM 製品が伸びる素地となっている。また、OEM/ODM 製品は総合力を生かした完成品の販売であるため付加価値が高い。

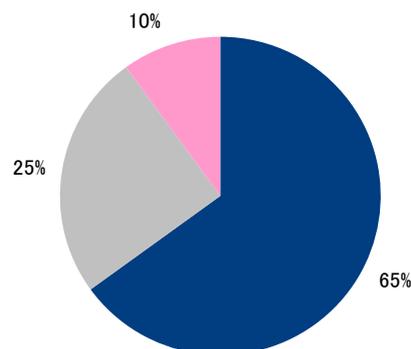
2017年3月期地域別売上高構成比

■国内 ■中華圏 ■アセアン ■北米他



2017年3月期製品別売上高構成比

■OEM/ODM ■貴金属チェーン ■宝飾素材



出所：会社資料よりフィスコ作成

貴金属チェーンは主に機械編みチェーンで、ネックレスやブレスレットなど高付加価値製品（主に 10 g 未満）と、「喜平」などコモディティ色の強い製品（10g ~ 100 g）の 2 種類に大別される。前者は他社メーカーにペンダント製品などを作る材料として販売される。後者は加工賃と地金価格を分けた取引になるため地金相場が上下しても同社の収益（加工賃）への影響は小さい。

宝飾素材はダイヤモンド・ルース（研磨済みダイヤ、裸石）やパール素材（パール連、裸石）などの製品加工前の材料のことである。特にダイヤモンド・ルースは相場のあるコモディティ商品のため、需要（投資）動向は相場に左右されるが、同社利益への影響は小さい。

ハイレベルの製造能力、標準化されたクオリティ、卓越した企画力

3. 強みは桑山品質を支える製品力

同社は豊富な経験とノウハウを生かし、「クオリティ・ファースト」を掲げて顧客の立場に立った視点で商品開発からアフターケアまでの充実したサービスをトータルで提供している。

生産については、世界トップレベルの技術と設備によって、インゴットから製品までを一貫生産している。このため、多品種少量生産から OEM/ODM までに対応、安定した品質の製品を安定して供給できる。主力のジュエリーやチェーンのほか、ルースやジュエリー用パーツなど品ぞろえの幅が広い。調達も、ダイヤモンドやパール（アコヤ真珠、南洋真珠）は国内外の大手業者とのパートナーシップにより、安定した供給ルートを確認している。また、創業当時からジュエリー用チェーンやカットボール、留め具類といったパーツの開発にも取り組んでいる。同社の強みはハイレベルの製造能力、標準化されたクオリティ、卓越した企画力に裏付けられた「製品力」にある。

総合ジュエリーメーカーとして、全方位に亘る商売ができるからこそそのシナジーがある。同社の営業部隊は、通常の営業と工場出身の技術営業がペアを組むため、商談の段階で生産基地を決定できるなど、商品開発からアフターサービスまで一貫して寄り添った営業が可能になっている。また、サンプル作製時は 3D 図面で事前確認を行うなど顧客と緊密なコミュニケーションをとっており、実際のサンプル作成の段階で顧客の意向を高精度に反映することができる。

企画・デザインではデザイナーが 3D 図面でイメージを作り、職人の手や 3D-CAD・3D プリンターを用いてプロトタイプ化される。こうした職人技や最先端の技術によって企画・デザインされた製品は、各製造工程でロットでの品位検査やチェーンの引張強度検査など多角的に検査・分析され、製品出荷時には製造部門から独立した品質保証部門によって出荷検査される。このように、厳しい基準に基づく品質検査を義務付けることで、安定した品質を確保している。また、アフターサービスにおいては、グループの専門修理部隊が顧客の要望に速やかに対応することになっている。

このようにオリジナリティあふれるデザイン力、世界トップレベルの生産技術と品質基準、顧客に寄り添った営業体制と本社の品質保持体制など、全社的な取り組みが顧客の安心につながっており、これを「桑山品質」という。

ちなみに、同社のデザイナーには高いファッション性と絵を描く能力が求められるのはもちろん、3D プリンターまで含む 3D 技術に対する工学的論理性も必要とされる。また、ジュエリーに新しい輝きを与える新素材開発や生産性を高める新技術開発も、自社ではもちろん、大学や公共機関との共同研究や異業種との技術交流によって積極的に推進している。

常に最先端の設備を積極導入、職人の専門技術を標準化

4. 富山～無錫・広州～タイとつながる製造工場

高品質なジュエリーを安定して供給するため、同社は常に最先端の設備を積極的に導入し、一握りの職人しか持ち得なかった専門技術を広く標準化してきた。そして、3D-CAD システムや自動製造機器により、世界トップレベルと評価される高精度の生産技術を確立したのである。

同社グループ基幹工場の富山工場では、インゴットから完成品まで一貫生産している。併せて同社グループの独自製法の開発や品質・製造の標準化を進めている。また、R&D 部門を持ち合わせ、専門の研究開発部門でキャストの温度管理や生産性の改善といった研究も進めており、新たな技術や管理・生産方法を海外の工場でも活用できるように指導している。

1994年に中国の無錫に無錫金藤首飾有限公司を設立し、アセンブリーを中心にハンドメイド製品やパーツ・キャスト製品などの生産を開始した。ジュエリー生産は労働集約的であるため、当初の進出目的は単に日本向けに安い工賃で製品を作ることだった。しかし、中国は経済成長が著しく、無錫工場は今や中国内販向けの製品を製造するようになった。しかも、広州に第2工場の広州桑山珠宝有限公司を建設しなければならないほどに需要が伸び、中国は重要な販売先となってきた。現在、2つの工場は無錫で機械編み・カットリング、広州キャスト製品と棲み分けている。日本のジュエリーデザインが人気になってきた中国だが、金やプラチナの繊細な加工技術にはまだ差があり、同社は大手小売チェーン向けに OEM/ODM 製品を供給する競争力を持つ。

既存工場を買収して進出したタイだが、今では700人の従業員を抱える大工場となった。ジュエリー全般の製造とダイヤモンドのカットを行っている。タイはもともとルビーやサファイアなど色石の産地として知られ、手先の器用さと長い宝石の歴史からカット・研磨技術、デザインセンスに定評があり、宝石・宝飾品の世界的集積地となっている。日本のジュエリーは成熟産業となったが、タイは宝石の産地で人がいて、世界的なアクセスもあることから花形産業なのである。

高品質な製品を産み出す同社の生産体制



出所：ホームページより掲載

桑山 | 2017年7月10日(月)
 7889 東証 JASDAQ | <http://www.kuwayama.co.jp/>

会社概要

品質管理や生産技術に劣らず同社を支えているのが、販売ネットワークである。そのネットワークの基点となる東京本社には、生産以外のすべての経営機能を集中、専用基幹システムで各営業拠点・製造拠点とつながっており、顧客の要望にスピーディに対応できる仕組みを構築している。国内の営業拠点は関西の拠点となる大阪、アジアの玄関口の福岡、宝飾産業国内最大の集積地である甲府に配置され、全国の主要マーケットを網羅している。海外では、ダイヤモンドの集積地であるベルギーのアントワープにオフィスを設け直接仕入れによる安定供給も実現した。このように、同社は内外の拠点をフル活用して、ダイナミックな販売戦略を展開している。

また、同社は内外へ向けて最新のトレンドを発信している。宝飾展において同社の新しいアイデアやトレンドを取引先バイヤーに発信、デザインに合わせたオリジナルディスプレイとともに新ブランドや新開発技術を提案している。また、海外では、世界有数の国際展示会に積極的に参加、同社のデザインや品質、技術力を世界に向けて発信している。

同社のグループ企業は、同社、連結子会社7社、非連結子会社4社、持分法非適用関連会社1社で構成される。各社とも総合ジュエリーメーカーである同社グループの構成員として、各種宝飾品の企画、製造加工、販売、各事業に関する調査研究、サービスの提供などを行いながら、互いの事業活動をサポートしている。

主なグループ企業

地金関連宝飾事業	
同社	金とプラチナを主要素材とした貴金属チェーン（ネックレス・ブレスレット等）、リングなど宝飾品の製造・加工・販売。輸出もする。
CHRISTY GEM CO.,LTD.	タイ国バンコク市。ダイヤモンドの研磨、ジュエリー製造、販売。100%連結子会社。
(株)エヌジェー	1943年創業の宝飾品卸。100%連結子会社化し、長年培われた経験と商品作りを同社グループに移植。
無錫金藤首飾有限公司	中国江蘇省無錫市。地金関連宝飾品の製造・加工・販売。当初6社の合併会社から100%連結子会社化。
広州桑山珠寶有限公司	中国広東省広州市。中国での製造能力を増強するため2015年に設立。立地のインフラを生かし、主にキャスト製品を製造し無錫工場との棲み分けを行っている。
(有)アトリエエーエスピー	同社ジュエリーの石留め、様々な加工・修理など。
(株)プリリアンスインターナショナルジャパン	100%連結子会社で貴金属製品の販売。
(株)クレール	輸入と商品企画、テレビ通販。100%連結子会社。
(株)HAKKO インターナショナル	2016年1月25日に設立した(株)エヌジェーの100%連結子会社で、宝飾品卸売業を行っている。
ダイヤ関連宝飾事業	
同社	ダイヤモンドの買付け、国内外への販売。
KUWAYAMA EUROPE N.V.	ベルギー・アントワープ市。100%連結子会社。世界のダイヤモンド・宝飾品市場の調査・情報収集。ダイヤモンドの買付・販売。
その他の宝飾事業	
同社	国内外での真珠の買付・加工、国内外への販売。

出所：会社資料よりフィスコ作成

会社概要

グローバルな展開を続ける同社グループ



出所：ホームページより掲載

メーカーに徹し停滞する市場でシェアアップ

5. 業界と会社のポジション

日本のジュエリー市場は90年のバブル崩壊をきっかけに3兆円から1兆円へと縮小した。そのうえ少子高齢化や未婚率の上昇で市場が伸びず、小売市場ではパイの奪い合いが激しくなっている。小売市場で戦っているのは百貨店の1階に出店しているような小売専門店であり、多くが同社の取引先である。ということは、同社製品が各店に並んでいることになるのだが、OEM/ODM製品なので同じものが売られているわけではない。同社の製品力の凄さに驚くばかりだが、小売り段階でのシェア取り合戦に違いはない。

同社は直販をするつもりがない。取引先と直接競合してしまうし、作るノウハウと売るノウハウは異なるという認識を持っているからである。ジュエリーは多品種少量で嗜好品かつ買い回り品である。このため所有欲求以上にシーンとストーリーが購買動機となる。そうなると店頭での接客や内外装、商品の打ち出し方など販売の技術が必要となるが、同社はこの分野には入らず、メーカーに徹する方針である。中国でもOEM/ODM製品を香港や中国本土の大手ジュエリーチェーンに販売しているが、同様の考え方である。

ジュエリーの製造小売（メーカーであり専門店チェーンである）は、国内ではツツミ<7937>とAs-me エステール<7872>くらいであろう。彼らとは取引先を競い合う間柄ではなく、むしろ小売業としての取引先となる。一方、ジュエリー市場の川上における競合メーカーは、比較的大手では光彩工芸<7878>やナガホリ<8139>と言えようが、前者は製造品目の範囲が異なり競合性は低い。後者は卸であり直販であり一部製造もやっているの、これもやや業態として異質である。両社とも規模感で同社に劣る。

むしろ、日々、品目別に競合しているのが、宝飾品の集積地甲府にあるような小規模のファッションジュエリー専門メーカーやフットワークのいい企画会社である。これらは品目においてピンポイントで競合することがある。特にOEM/ODMで競争が激しくなることがあるが、小規模ゆえ企画力や製造力が安定しないという欠点がある。国内にジュエリーメーカーは400社弱あるといわれるが、その8割が10人以下の小規模企業である。100人以上の企業は10社もなく、その10社とも業態が違うと言える。

独自技術・製法を背景に世界的デザインコンテストでの受賞作品も

6. 光り輝く製品群

具体的に、同社の独自技術・製法を駆使したオリジナルコレクションやブランド、デザインコンテスト受賞作品を以下に挙げる。

(1) コレクション

a) Wao (輪王) :

桑山オリジナルの引き輪「輪王“Wao”」。角度と形状を工夫し使いやすさと安定感を持たせた人気商品。

b) D+ (ディープラス) :

ゴージャスライン。ダイヤモンドカットの最高評価である3EX(トリプルエクセレント)とダイヤモンドの中にハートと矢の先端が現れるH&C(ハート&キューピッド)を兼ね備えた3EXH&Cなど。

c) Vetelueur (ヴェトリュール) :

フランス語でまとうという意味の“Vetements”、光という意味の“Lueur”を組み合わせた、光をまとうという意味を持つ「Vetelueur」シリーズ。ハンドメイドによるゴージャスで優美、繊細なドレープシリーズ。

Wao (輪王)



出所：ホームページより掲載

D+ (ディープラス)



Vetelueur



d) HARMONY :

ファッションとして楽しむライフスタイルに HARMONY “調和”する、トレンドを意識したジュエリー。

e) パールジュエリー :

パールと自社技術が融合したパールジュエリー。新しいカテゴリー。

会社概要

f) ドルチェフェスタ :

ボリューム感と可愛らしさが魅力のカラフルジュエリー。ハートやリボンなど定番のほか 12 星座のイメージカラーを取り入れた星座シリーズなどがある。



(2) ブランド

● アンブラッセピュアレスト :

高硬度な純プラチナ、純ゴールドから生まれたマリッジリングコレクション。

アンブラッセピュアレスト



出所：ホームページより掲載

会社概要

(3) コンテスト受賞作品

JJA（日本ジュエリー協会）のコンテストでは受賞の常連だが、特筆すべきは海外コンテストの、Couture Design Awards 2016（Platinum 部門 Winner）、International Jewellery Design Excellence Award 2017（Champion of the Champions）で受賞したこと。同社のデザイン・技術力が真に世界に認められたと言える。

JJA2014



JJA2015・CDA2016・IJDEA2017



JJA2016



出所：ホームページより掲載

チェーンの自動製造、総合への業容拡大、そして世界的受賞をきっかけに中国本社設立

7. ターニングポイント

同社のターニングポイントはこれまで3回あったと言える。もちろんターニングポイントだから、ジュエリー業界に変革をもたらすほど、同社自身の業態や収益構造が大きく変わった。最初のターニングポイントは、創業者の桑山会長が他社に先駆けてイタリアで購入した自動製鎖機の導入である。これにより、貴金属チェーンの生産効率が飛躍的に向上し、同社を貴金属チェーンのトップメーカーに押し上げた。

同社は1995年に株式上場したが、この頃から桑山会長は将来の成長を考え、貴金属チェーンから品ぞろえの幅を広げて業容を拡大しようと考え始めた。まずはチェーンと切っても切れない間柄のダイヤモンドへの参入を開始、同年欧州の市場調査とダイヤモンドの買い付けを目的にベルギー・アントワープに KUWAYAMA EUROPE N.V. を設立した。1997年にはジュエリーの生産拠点を拡充するため、ジュエリーの世界的集積地タイ・バンコク市の CHRISTY GEM CO.,LTD.（現タイ工場）の経営権を取得した。このように徐々にリングなど各種ジュエリーの製造を手掛けるようになり、取扱いをダイヤモンドや真珠へと拡大した。時代はバブル崩壊後、他社が撤退するなかでの進出や拡大であったため周囲は同社の戦略を必ずしも理解できるものばかりではなかったし、また、ギルド的要素が強かった市場への参入だったため資金があってもなかなか買い付けができず、業容拡大に向けて苦労の連続であった。しかし、努力の甲斐があって徐々に調達や製造、販売のパイプが太くなり、2000年には晴れて総合ジュエリーメーカーとして株式会社桑山貴金属から株式会社桑山へと社名を変更することになった。このように、総合ジュエリーメーカーへの業容拡大が2番目のターニングポイントとなり、同社をジュエリー業界におけるトップ企業へと押し上げたのである。そして、現場で業容拡大を牽引しターニングポイントをもにしたのが現在の桑山社長である。

桑山 | 2017年7月10日(月)
 7889 東証 JASDAQ | <http://www.kuwayama.co.jp/>

会社概要

その桑山社長が次の展開として海外での販売拡大を狙っている。2016年に同社製品が、世界のトップデザイナーとトップブランドの出展する The COUTURE Show で「COUTURE Design Award」プラチナ部門の最高位 Winner に輝いた。また、2017年には世界最大規模のジュエリーショーである Hong Kong International Jewellery Show で『International Jewellery Design Excellence Award』の最高賞である Champion of the Champions を受賞した。まさに、同社の企画・デザイン・製造技術・品質管理へのこだわりが世界で高く評価され、同社製品が世界に認められた瞬間である。

受賞作



出所：ホームページより掲載

この受賞は、同社が中国 2 工場の稼働開始を背景に香港に中国本社を設立し、本格的に海外へ打って出るタイミングで大きな追風となる。3 番目のターニングポイントと言えるだろう。中国への玄関口でもある香港が現在では世界最大の宝飾品市場と言え、世界中からバイヤーが集まる。そこで最高位を勝ち取ったことは、世界に「桑山」の名を知らしめる大きなきっかけとなるからである。また、世界の色柄・デザイン・デザイナーとの違いを素直に分析できる同社だから、世界的企業に飛躍する糧にすることができるからである。ということで、まずは実績を上げつつある中国から本格的に進出するのである。無錫工場に加え広州工場を新設して供給体制が整い、香港や中国本土大手のジュエリー専門店チェーンとの取引も拡大している。そして中国本社。成長のための材料はそろったと言える。中国本社を基点に次はインドネシアなど ASEAN、その次は欧米と夢は尽きない。

■ 業績動向と今後の見通し

減収増益は中国での収益構造変化が要因

1. 2017年3月期の業績動向

2017年3月期は売上高が37,393百万円(前期比2.9%減)、営業利益が1,281百万円(同21.5%増)となった。国内で着実に収益を伸ばし中国での製品販売も好調だったが、金価格2%減、プラチナ価格8%減と貴金属地金相場が低迷、この結果相場に対応した地金部分の売上高が減少し、加えて中国向けダイヤモンド素材の売上高が減少したことが減収要因である。ただし、減収による利益への影響は少なく、減収でむしろ加工原価率が改善したこと、中国で収益性の高いプライダルや高級ファッションジュエリーの市場への深耕が進んだことにより、営業利益は2ケタ増益となった。

なお、経常利益は前期比91.1%増と更なる大幅増益となった。2016年3月期に貴金属地金相場の下落で地金製品の販売差損や在庫の期末評価損が発生したが、2017年3月期はヘッジ策の追加によってこれらが回避され、また為替差損に変わって差益が発生したため。また、ベルギーの関連会社 Daems Giovanni BVBA の財務内容悪化に伴って減損728百万円を計上したため、親会社株主に帰属する当期純利益は同14.2%増にとどまった。

2017年3月期業績動向

(単位:百万円、%)

	16/3期	売上比	17/3期	売上比	増減率
売上高	38,493	100.0	37,393	100.0	-2.9
売上総利益	9,875	25.7	9,936	26.6	0.6
販管費	8,820	22.9	8,654	23.1	-1.9
営業利益	1,054	2.7	1,281	3.4	21.5
経常利益	825	2.1	1,577	4.2	91.1
親会社株主に帰属する 当期純利益	512	1.3	585	1.6	14.2

出所:決算短信よりフィスコ作成

タイの3D技術、中国2工場のフル稼働が収益牽引

2. 2018年3月期の業績見通し

同社は2018年3月期売上高38,000百万円(前期比1.6%増)、営業利益1,300百万円(同1.4%増)と見込んでいる。消費回復の遅れによる国内宝飾市場の伸び悩みとそれに伴う小売店の在庫調整が懸念される。しかし、タイ工場に導入した3D技術を利用したスピーディで高精度の製品開発力を生かすとともに、取引先との取り組みを強化することで国内のOEM/ODMのシェアを拡大、中国では2工場のフル稼働に加えて中国本社設立で商品開発力や営業力、市場環境変化への即応力を強化して競争力を向上させるという戦略である。

業績動向と今後の見通し

また、為替変動や関係会社業績の悪化で近年凸凹感の強かった営業外収支と特別損益は通常ベースに戻るという前提にしていると思われ、経常利益で1,280百万円（前期比18.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益で720百万円（同23.0%増）を見込んでいる。ちなみに相場については、貴金属地金は後半にかけて上昇傾向、為替は現状レベルと見ているが、いずれも収益への影響はほとんどないと思われる。ただし、プラチナの安値継続により金価格との乖離が大きくなるため、プラチナジュエリーの販売増につながると予想される。

2018年3月期業績見通し

(単位：百万円、%)

	17/3期	売上比	18/3期(予)	売上比	増減率
売上高	37,393	100.0	38,000	100.0	1.6
売上総利益	9,936	26.6	-	-	-
販管費	8,654	23.1	-	-	-
営業利益	1,281	3.4	1,300	3.4	1.4
経常利益	1,577	4.2	1,280	3.4	-18.8
親会社株主に帰属する 当期純利益	585	1.6	720	1.9	23.0

出所：決算短信よりフィスコ作成

国内市場は製品力でシェアアップ、 中国市場は嗜好変化に対応して成長加速

3. 市場別の戦略対応と見通し

(1) 国内市場の現状と見通し

国内市場は2017年3月期も横ばい圏だったもようである。このため、より重要になるのが、同社が強みとする製品力によってブライダル、ファッションジュエリー、喜平チェーン、パールの各市場でのシェアアップを目指すことである。その結果、高品位リングのヒット商品が登場したブライダルは5%増と販売本数を着実に伸ばした。ファッションジュエリーにおいては、3D技術を使ったデザインや水溶性ワックスを利用した製造を進めた。また、留め金具「輪王」がデザイン・機能両面において好評で、これを装着したペンダント用チェーンの販売本数が42%増と大きく伸びた。安値推移のプラチナ製品も、資産性や落ち着いた輝きから男性に人気となり、販売本数が25%増加した。

小売店はどこも厳しい競争で苦戦しているが、当用買い中心の市場であるため同社も小売りの厳しさを直接受ける可能性がある。このため、2018年3月期はシルバーアクセサリーやアパレル・eコマースなど新しい領域・取引先の開拓を進める考えである。また、パールは内外展示会出展回数を2017年3月期の3回から2018年3月期には5回へと増やすほか、中国宝飾チェーン大手への提案も強化し、輸出事業の拡大も進める方針である。

ところで、近年増えてきた貴金属リユースの影響は少なからずあると考える。地金は溶かして精錬すれば新品になるので、ダイヤモンドや色石のリユースのことである。同社は国内大手ブライダル向けにフレッシュダイヤモンド（パーズンダイヤモンド）を直接納品している。縁起を担ぐブライダル客の中古嫌いは強いので、同社は当面リユースを扱わないことにしている。しかし、価格の安さは脅威であり、ダイヤモンドの苦戦の一因にもなっていることから、今後顧客ニーズを見ながら対応する考えである。

桑山 | 2017年7月10日(月)
7889 東証 JASDAQ | <http://www.kuwayama.co.jp/>

業績動向と今後の見通し

(2) 海外市場の対応と見通し

2017年3月期の中国向け製品売上高は38%と大きく伸びた。これは市場開拓が進み中国2番目の広州工場が稼働したことが理由である。2016年3月期は無錫・富山・タイの3工場から中国に供給していたため、ロットやカテゴリー面でボトルネックを起こしていたが、これで十分供給できる製造体制が整ったと言える。

したがって、2018年3月期も中国市場でのシェア拡大を目指すことになる。香港は景気悪化が長引いているため市場が縮小し引き続き苦戦している。中国も成長が減速しているが、中国で昔から人気の資産性の強いK24の競争が激しいため、同社が得意とする標準素材K18やpt950を使った、品質・デザイン・技術力で差別化された高付加価値のファッションジュエリー人気は、むしろ高まるばかりである。

さらに2018年3月期に香港の営業所を格上げし、本社機能を持たせ桑山中国本社を設立する計画である（本格稼働は2019年3月期になる見込み）。現地で製販一体化することは意思決定の迅速化と納期短縮化、商流・資金の一元管理などメリットが多く、営業も積極展開できるようになる。なお、企画デザインの機能は東京本社にあるが、中国本社にも日本語の分かるスタッフを置くことで日本同様の製品開発を進める考えである。

市況に左右されやすい業種ながら経営指標は安定的、 課題は資産収益率の低さ

4. 安定的な経営指標

市況に左右されやすい業種ながら経営指標は比較的安定感があるように見える。特に安全性指標はいずれもバランスがよく、一般的に改善への意志も見られる。しかしながら、課題は1) 資産収益率の低さ、2) 収益性（特に総利益率）の回復遅れ、3) 棚卸資産回転率の悪化の3点にあると考える。

同社の資産収益性、特に自己資本当期利益率（ROE）は低水準と考える。一般論として2ケタは欲しいが、メドは8%となるだろう。同社の場合、自己資本比率が50%程度なので、利益率を改善することでROEを上げていくのがよいと思われる。次に、売上高総利益率の回復が鈍いと考える。当然、貴金属相場や加工賃収入など同社の総利益構造を考えると、総利益率の水準を問題にするのはナンセンスなので、言い換えて販管費とのバランス後の営業利益率を高める必要があるということだ。ひいてはROEの向上につながる。棚卸資産回転率も悪化している。在庫額自体は減っているし、為替や広州工場稼働の影響もあるだろうが、貴金属市況が低位にあることを考えると改善してほしい指標である。

業績動向と今後の見通し

経営指標

(単位：%、回、円)

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期
安全性					
流動比率	164.9	150.0	171.9	188.0	275.7
固定比率	82.9	83.5	87.7	81.3	71.2
自己資本比率	47.5	48.9	47.3	46.4	49.6
有利子負債依存度	38.6	36.0	36.4	40.8	36.9
レバレッジ	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
資産利益率					
総資産営業利益率	3.1	5.3	4.9	3.4	4.2
自己資本当期純利益率	5.5	6.1	6.8	3.5	4.0
収益性指標					
売上高売上総利益率	25.2	27.3	28.0	25.7	26.6
売上高販管費率	22.6	23.2	24.1	22.9	23.1
売上高営業利益率	2.5	4.1	3.8	2.7	3.4
売上高当期純利益率	2.1	2.2	2.5	1.3	1.6
その他					
使用総資産回転率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
棚卸資産回転率	4.4	4.5	4.3	3.9	3.5
配当性向	25.8	22.6	19.3	35.3	30.9
純資産配当率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
1株当たり年間配当金	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0

※資産収益性、回転率の資産項目は期末平均値

資産負債項目ごしは期末比較

自己資本 = 純資産 - 少数株主持分 - 新株予約権

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 中期経営計画

これまで業容拡大で売上成長したが、 今後は海外展開では利益成長も期待

1. 今後の市場環境

世界最大のジュエリーショーでの受賞と中国本社設立が次のターニングポイントと先述した。まさに中国・ASEANの拡大するジュエリー需要を取り込むため、欧米を含め世界に打って出るため、同社は重要な変化点に差し掛かったと考えられる。

香港に中国本社を設立するのは、香港が世界のジュエリー市場の中心で中国への玄関口であり、その香港での同社プレゼンスの拡大はビジネスチャンスを広げ、また、資金面での融通が利きやすく次の投資がしやすいということが理由と考えられる（当面は中国香港への再投資に使われると考える）。さらに言えば、人口ボーナス期のASEANが視野に入る。

こうしたことから、中国やASEANでは、経済成長に合わせて同社の収益は拡大することが予想される。拡大の中身は、中国ジュエリー市場の60%を占める資産性の高い純金市場でなく、プライダルやファッションジュエリーである。近年の傾向として、中国でも結婚指輪をペアで買う若者が増えている。しかも地理的に沿岸部から内陸地方都市へと拡散しつつあるようだ。一人っ子政策の影響でしばらく婚姻数は伸びないだろうが、プライダルリングの利用率上昇が需要を押し上げると考えられる。また、アセアンでは婚姻数自体が増加するうえ利用率も上昇することが予想される。

長期の収益トレンドを見ると、2回目のターニングポイントである総合ジュエリーメーカー化と海外進出によって2000年以降の売上高は増加に転じた。しかし、利益は横ばい圏にあった。3回目のターニングポイントによって、中国アセアンでのファッションジュエリー需要の拡大に乗ることができるならば、売上増加のトレンドに加えて利益率の改善も期待できるようになる。中国本社設立によって、売上高500億円、営業利益率4～5%程度の業績は視野に入れたいところだ。

中期経営計画

売上高・営業利益の推移(長期)



出所：決算短信よりフィスコ作成

しかし、同社は中期経営計画を公表していない。理由は、市況産業のため売上高がふれやすく将来を予想しづらいこと、それから、売上高ほどに利益の額はふれないが、それを表現しようとする収益構造の詳細に分け入ることになって取引上の問題が生じること。これは短期業績の詳細を公表しないのと似た理由と考えられ、同社の市場環境が一般的な競争や取引状況と異なるためある程度は理解できる。しかし、一定の条件の下での中期的な数値メドとか期間を限定しない長期ビジョンは発表可能と思えるので、次の東京オリンピックに向かって、是非とも善処していただきたいと切に願うところである。

リスクにも増して中国・アセアンでの成長に期待

2. 今後のリスク要因

同社はリスクとして、1) 販売先小売業への与信など債権管理体制、2) 火災・天災・地政学的事情などによる生産拠点の操業不能、3) 品質管理体制、4) 知的財産権侵害の可能性、5) 貴金属地金相場の変動による原材料価格などの変動、6) 為替の変動による利益変動、7) 金利変動による金融収支の変動、8) クリスマスや人口動態などジュエリー業界特有の変化――を挙げている。

特に5) 貴金属地金相場の変動と6) 為替変動による利益変動、8) クリスマスや人口動態などジュエリー業界特有の変化については、短期収益を変動させやすい要素と思われ、注意を要する。ただし、5)・6) は収益構造上利益への影響は大きくはならないと予想する。また、8) について、クリスマス需要の変動は短期変動、人口動態による変動は超長期であり、株式市場ではおなじみのリスクといえる。弊社では加えて、景気低迷による嗜好品としてのジュエリー需要の減退もリスクと考える。特に成長市場でこうしたリスクが生じた場合、期待値が反落する可能性があり、リスクとしては大きくなると言わざるを得ない。ただし、そうしたリスクにも増して、中国・ASEAN での成長期待は大きいのである。

■ 株主還元策

中期成長への資金ニーズ理解も、ROE 向上で株主に還元をのぞむ

1. 利益配分に関する基本方針

同社は、内部留保資金の使途については、技術開発や製品開発、設備投資、システム投資、営業体制強化、海外も含めた生産拠点の充実など、将来の企業価値増大のために長期的な視点で考えている。弊社も、成長市場へ打って出るための資金ニーズはそれなりに必要との認識である。しかし、これまで長期的に利益が伸びておらず、結果的に配当額が一定で配当性向もおおむね 20～30% と、株主還元の余地がなくなっていたことは残念なことである。これを打開するには、利益率を上げることで ROE を上昇させ継続的に増配することが必要であり、現状の同社株主還元として最善策と考える。

配当推移

(単位：円、%)

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期 (予)
1 株当たり年間配当金	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
配当性向	25.8	22.6	19.3	35.3	30.9	25.1

出所：決算短信よりフィスコ作成

株主優待も改善の余地

2. 株主優待制度

3 月末と 9 月末に 100 株以上を所有している株主を対象に、リーフレットを送付し、同社商品を優待価格で購入できるという通信販売を案内している。今後は優待価格を株主にとってさらに有利にするなど、株主優待も改善の余地があると思われる。

重要事項（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。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ