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 12 月 20 日 (水)

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

桑山
7889 東証 JASDAQ
2017 年 12 月 20 日（水）
https://www.jll.co.jp/

目次

■要約 01

■事業概要 03

1. 事業内容 03
2. 強みは桑山品質を支える製品力 04
3. 営業体制と企画・デザイン能力 06
4. 世界に広がるネットワーク 07
5. 業界と同社のポジション 09

■製品紹介 10

1. 光り輝く製品群 10
2. 3 回目のターニングポイント 12

■業績動向と今後の見通し 14

1. 2018 年 3 月期第 2 四半期の業績動向 14
2. 2018 年 3 月期通期の業績見通し 15

■中期経営計画 16

1. 中期成長イメージ 16
2. リスクと対策 19

■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 20

■情報セキュリティ 20

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

次のステージに向けた新たな取り組み、新たな展開、同社の可能性が広がりつつある

桑山 <7889> は、貴金属チェーンからダイヤモンド、真珠、色石までを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国内で圧倒的なシェアを有しているほか、相手先ブランドをはじめ各種製品を大手小売店チェーンなどに広く供給している。近年、日本のみならず世界でも認められるようになり、製販両面でアジアを中心に海外へ進出、グローバル展開も積極的に推進している。

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、高水準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」と言う。なかでも、ハイレベルな製造能力、安定した高クオリティ、卓越した企画力、つまり「桑山品質」を支える製品力が強みになっている。そして、本社の企画デザイン機能、富山・無錫・広州・タイの 4 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など、総合ジュエリーメーカーとして全方位を見渡したビジネスができるからこそシナジーが生まれている。

2017 年、同社は香港の世界的なデザインコンテストで最高賞を受賞した。同社のデザインや技術力が真に世界で認められたのである。既に中国では、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高付加価値製品が伸びている。このため、中国で 2 番目の広州工場の稼働を開始するとともに、今期中に香港に中国本社を設立する。貴金属チェーン一貫製造、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を経ることで、国内トップの総合ジュエリーメーカーへと成長した同社が次に狙うのは、香港をベースに世界への本格的進出である。3 回目のターニングポイントとなるだろう。

2018 年 3 月期第 2 四半期の売上高は 14,738 百万円（前年同期比 16.6% 減）、営業利益は 261 百万円（同 71.4% 減）となった。国際的なダイヤモンド市場の低迷と経済成長減速による中国宝飾市場の伸び悩みにより、海外でのダイヤモンド素材の販売が大幅に減少、国内では、加えて小売宝飾市場の停滞と販売価格の低下から受注が減少、売上高は 2 ケタ減収なった。また、海外製造拠点への増強投資によって、日本のクリスマスや中国の旧正月といった商盛期に向けての受注体制は整ったものの、先行費用の発生から営業利益も 2 ケタ減収となった。

2018 年 3 月期通期の業績見通しについて、同社は売上高 38,000 百万円（前期比 1.6% 増）、営業利益 1,300 百万円（同 1.4% 増）を見込んでいる。第 2 四半期に大幅減益になったものの、同社は期初の増益予想を変更していない。ダイヤモンド素材の回復は不透明だが利益インパクトが小さいこと、先行費用が一巡し利益収穫期に入ってくること、日本国内の小売市場に回復の兆しが出ていることなどから、同社は期初予想どおりの増収増益を確保できると考えているためである。

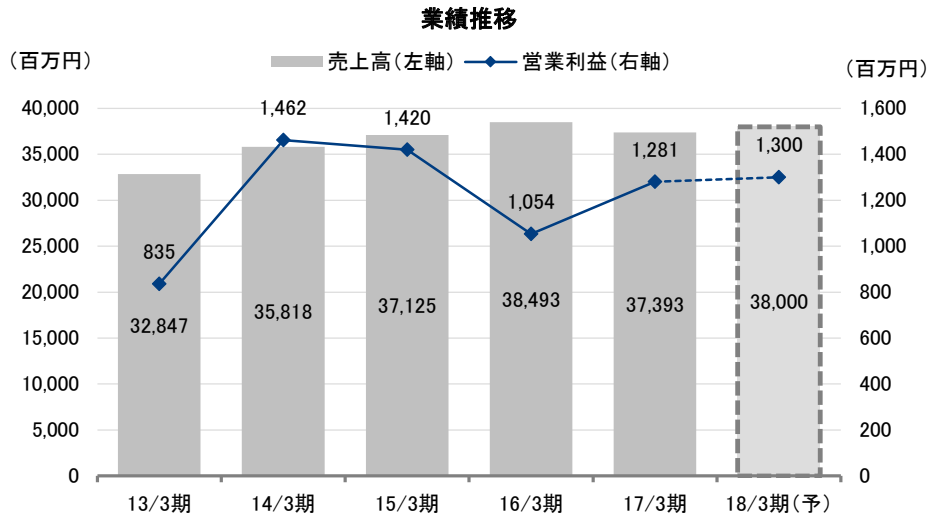
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

同社は中期経営計画を公表していない。しかし、海外製造拠点の増強や中国本社の設立を考慮すると、当面は中国でのブライダルジュエリーとファッションジュエリー需要の拡大に乗って、中期的な利益成長は可能と考えられる。さらに、2020 年の東京オリンピック・パラリンピックに向けて国内消費の活性化、そしてインバウンドやブライダル、モチベーション需要の拡大も期待される。シルバージュエリー、アパレル、e コマースといった新たな取り組み、米国という巨大市場を見据えた新たな展開もスタートしている。今まさに、中長期にわたって同社の可能性が広がりつつあるところである。

Key Points

- ジュエリーメーカー業界トップの強みは製品力にある。世界的デザインコンテストでの受賞と中国本社設立を機に世界に羽ばたく。
- 2018 年 3 月期第 2 四半期業績は厳しい結果となったが、先行費用一巡などで通期は期初業績予想を達成へ。
- 中国の需要拡大に乗って成長するほか、新たな取り組みや新たな展開もあり、同社の成長余地は大きい。



出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

事業概要

OEM/ODM 製品が主力、メーカーとして総合力が評価される

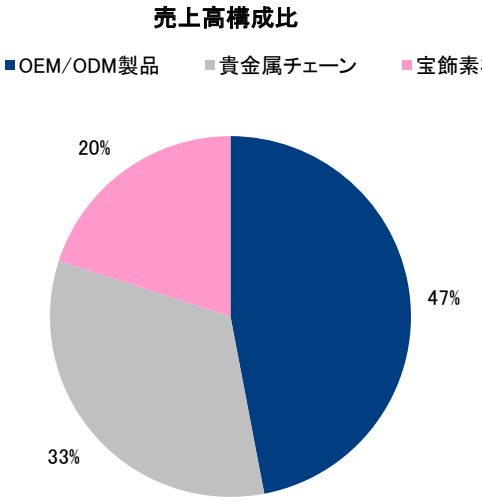
1. 事業内容

同社の内外売上高構成比は前期実績で国内 82%、海外 18% である。製品別では OEM/ODM 47%、貴金属チェーン 33%、宝飾素材 20% という売上高構成比になる。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り、OEM/ODM 製品が伸びる素地となった。なお、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。

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 10g 未満）と、喜平（きへい）などコモディティ色の強い製品（10g ～ 100g）の 2 種類に大別される。前者はペンダント製品などを作る材料として他社メーカーに販売される。後者は加工賃と地金価格を分けた取引になり、地金相場が上下しても同社利益（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 / 投機）動向は相場に左右されるが、これも同社利益への影響は小さい。

海外 18% のうち中国（香港・台湾含む）が大半を占めると推測される。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と贈答用途の高額品需要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といった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の市場拡大によって、高く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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：会社資料よりフィスコ作成

最新技術と職人の技を融合・標準化する

2. 強みは桑山品質を支える製品力

同社は「クオリティ・ファースト」を掲げて顧客の立場に立ち、豊富な経験とノウハウを生かすことによって、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。そして、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、高水準の品質保持体制など、全社的な取り組みが同社への顧客の安心につながっている。これを「桑山品質」と言い、ハイレベルの製造能力、標準化されたクオリティ、卓越した企画力など同社の「製品力」に裏打ちされている。

生産については、世界トップレベルの技術と設備を持つ基幹工場の富山工場で、インゴットから製品までを一貫生産している。多品種少量生産から OEM/ODM までに対応し、常に安定した品質の製品を安定して供給することができる。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も広い。調達については、国内外の大手業者とのパートナーシップにより、ダイヤモンドやパール（アコヤ真珠、南洋真珠）など安定した供給ルートを確保している。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。

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 3 D スキャナーの活用に加え、同業他社には導入例の無い多軸の精密旋盤などにより、世界トップレベルと評される高精度の生産技術を確立したのである。また、R&D 部門を持ち合わせ、研究開発部隊が外部の専門家の協力を得ながら、 3 D モデリングによる鋳造解析や座屈強度解析などの研究も進めており、新たな技術や管理・生産方法を海外の工場で活用できるよう指導している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

富山工場の製造機器と R&D（下）

出所：ホームページより掲載

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。中国での経済成長や規制緩和を見越しての投資だったが、当初は、日本向けに安い工賃で製品を作ることからのスタートだった。その後中国の経済成長が進み、本来の目的であった中国国内市場向け製品を製造するようになった。さらに、広州に中国第 2 工場の広州桑山珠宝有限公司を設立しなければならないほどに需要が伸び、いよいよ中国は重要な販売先となってきた。現在、2 つの工場は、無錫で機械編みチェーンやカットリング、広州でキャスト製品と棲み分けている。中国では日本のジュエリーデザインが人気になってきているが、同社は金やプラチナの繊細な加工技術に強い競争力を持っていることから、中国の大手小売チェーン向けに OEM/ODM 製品の供給をすることができるのである。

タイは既存工場を買収して進出したが、今では 700 人を超える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であり、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の 1 つになっている。日本では成熟産業となったジュエリー産業が、宝石の産地があり優秀な人材も多く、世界へのアクセスもあるタイでは、花形の成長産業なのである。またタイには設備投資に対する税制優遇制度などもあり、同社には進出メリットがある。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

「桑山品質」を産み出す生産体制

出所：ホームページより掲載

総合ジュエリーメーカーとしてのシナジーを高めるには営業力と企画力が不可欠

3. 営業体制と企画・デザイン能力

総合ジュエリーメーカーとして、全方位を見渡したビジネスができるからこ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んでいる。このため、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た、いわゆる顧客に寄り添った営業が可能になっている。また、サンプル作製時には 3D 図面で事前確認を行うなど緊密なコミュニケーションを取るため、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、各製造工程で製品単位ごと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、さらに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改めて出荷検査が成される。このように、各工程で厳しい品質基準に基づく検査を義務付けることで、安定した品質を確保できる。加えて、アフターサービスでは、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。

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必要とされるのはもちろん、3D プリンターを含む 3D 技術に対する工学的知見も求められる。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を、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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

3D でデザインされた製品

出所：決算説明会資料より掲載

世界に広がるネットワークで調達・販売戦略をダイナミックに展開

4. 世界に広がるネットワーク

品質管理や生産技術に劣らず同社を支えているのが、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、営業はもとより生産以外すべての経営機能が集中、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と九州をカバーする大阪と福岡に、加えて宝飾産業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に活用することで、調達・販売戦略をダイナミックに展開できるのである。

また、同社は国内外へ向けて最新のトレンドを発信している。宝飾展示会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アピールし、デザインに合わせたオリジナルディスプレーなどによって新ブランドや新開発技術を提案している。加えて海外では、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も発信している。

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 7 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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

東京本社とグループ企業のネットワーク

出所：ホームページより掲載

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・国内外への販売。　ダイヤモンド・パールなどの宝飾素材の売買も行う。
CHRISTY GEM CO.,LTD.	タイ国バンコク市。ジュエリー製造、ダイヤモンドのカッティング、、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、長年培われた卸売経験と催事ノウハウを同社グループにて活用。
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 社の合弁会社から 100％連結子会社化。
広州桑山珠宝有限公司	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）アトリエジーエスピー	同社グループのジュエリーの石留め、様々な加工・修理など。
（株）ブ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、西日本を中心とした宝飾品卸売業を行っている。
ダイヤ関連宝飾事業	
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。

出所：会社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（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

厳しい宝飾市場だが、大手の競合先はほとんどない

5. 業界と同社のポジション

日本のジュエリー市場は、1990 年の資産バブルの崩壊と 2008 年のリーマン・ショックという 2 つのショックをきっかけに、3 兆円から 1 兆円へと縮小した。その上、少子高齢化や未婚率の上昇で市場が伸びず、小売ではパイの奪い合いが激しくなっている。このような市場のため市場規模を大きく戻すには至らないと思われるが、2020 年の東京オリンピック・パラリンピックに向けての国内消費の活性化、及びインバウンド、ブライダル、モチベーションの 3 つの需要に期待が集まる。

インバウンド需要は、訪日外国人による需要である。一時中国人観光客による「爆買い」がニュースとなり、宝飾品市場に貢献したこともあるが、中国の関税強化や円高の影響などにより 2016 年に需要が沈静化した。チャネル別では、特に百貨店において影響が大きかった。しかし、日本政府観光局（JNTO）によると、2016 年の訪日外国人は 2403 万人で前年比 21.8% 増と強い伸びを示し、2017 年はそれをさらに上回るペースで伸びているもようである。このため、特に東京オリンピック・パラリンピックへ向けて、インバウンド需要は徐々に回復していくと考えられている。

ブライダル需要は婚約指輪と結婚指輪が中心である。厚生労働省の人口動態統計（年間推計値）によると、2016 年の婚姻組数は 62.1 万組と前年比で 1.4 万組も減少した。こうした基調に合わせるように、ブライダルジュエリーの需要も減少している。しかし、宝飾品市場においてブライダルジュエリーは一定の規模が期待できるため、多くの企業が競い合う状況となっている。同社にとっては、高度な CNC 技術を生かした結婚指輪やダイヤモンド素材の調達力で、強みを発揮できる市場である。

モチベーション需要はクリスマスやバレンタインといった、気持ちの高揚を伴うイベントなどによる需要である。資産バブルの崩壊以後、長年、消費市場全体が低迷を続けている。このため、小売やメーカーがこぞって消費を盛り上げようと、何かにつけてイベント化をはかり、今や月に 1 度は大きなイベントが催されるようになった。一方、結婚記念日や誕生日など「○○記念日」や「自分へのご褒美」など、消費者個々人へのアプローチも抜け目ない。業界全体のマーケティングの腕の見せ所だが、メーカーブランドの非常に少ないジュエリー業界では、小売に依存したマーケティング戦略となる。

現在、こうした需要を取り込もうと小売市場で戦っているのが、百貨店の 1 階に出店しているような小売専門店であり、その多くが同社の取引先である。ということは、同社製品が各店の店頭に並んでいるということになるのだが、多くが OEM/ODM であるため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、小売段階でのシェア取り合戦に違いはない。

同社は原則として小売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。このため資産としての所有欲求以上にシーンや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特有の技術が必要となる。同社がこの分野に入らず、メーカーに徹する理由である。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、同様の考え方で小売に参入しないのである。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

国内にジュエリーメーカーは 400 社弱あると言われている。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もある）は、国内ではツツミ <7937> と As-me エステール <7872> くらいだろう。彼らとは取引先を競い合う関係ではなく、メーカーと小売という取引先の間柄である。一方、ジュエリー市場の川上において競合とされる比較的大手のメーカーは光･彩 <7878> やナガホリ <8139>、クロスフォー <7810> となるだろうが、光・彩はパーツが主で製造品目の範囲が異なるため競合は少ない。ナガホリは一部製造をやっているものの主力が卸売と直販であるため、これも業態としてやや異質である。クロスフォーは、勢いはあるものの、ダンシングストーンという特殊なカテゴリーのジュエリーを製造している。3 社とも規模感で同社に劣る。

むしろ、日々競合しているのが、宝飾産業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業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 400 社弱のジュエリーメーカーのうち、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うことができる。大手の競合先はほとんどない。

製品紹介

独自技術・製法を背景に国内デザインコンテストでは受賞常連

1. 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である。

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 などがある。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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）　D+（ディープラス）　Vetelueur

出所：ホームページより掲載

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：
パールと同社技術が融合したパールジュエリーで、新しいカテゴリーである。

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。

HARMONY　パールジュエリー　ドルチェフェスタ

出所：ホームページより掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

(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

(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である。海外のコンテストにも出展している。

JJA2014 の受賞作

JJA2016 の受賞作

香港フェアメインブース

出所：ホームページ、決算説明会資料より掲載

香港の世界最大規模のショーで最高賞を受賞、海外展開に弾み

2. 3 回目の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 2 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で、同社自身の業態や収益構造も大きく変わった。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から導入した自動製鎖機を中心とする一貫生産体制の実現である。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。その後、貴金属チェーンからダイヤモンド、真珠へと品ぞろえを拡大する一方、海外での調達と製造を開始した。これが 2 回目のターニングポイントとなり、同社は貴金属チェーン専業メーカーから総合ジュエリーメーカーへと業容を拡大した。総合ジュエリーメーカーへの業容拡大を現場でけん引したのが現在の桑山社長である。その桑山社長が次の展開として見据えるのが、海外での販売拡大である。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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（CDA）」プラチナ部門で最高位 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の Hong Kong International Jewellery Show で、『International Jewellery Design Excellence Award（IJDEA）』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、同社製品が真に世界に認められた瞬間である。

CDA2016・IJDEA2017 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て本格的に海外へ打って出るタイミングと重なり、強い追風となっている。現在、中国への玄関口でもある香港が世界最大の宝飾市場と言われ、世界中からバイヤーが集まる。そこで最高賞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こそ、受賞を世界的企業に飛躍する糧とすることもできる。海外での販売拡大に向けた、3 回目のターニングポイントと言えるだろう。

さらに同社は本年度の JJA ジュエリーデザインアワードでも、出展作品「Ecume」が最高賞である内閣総理大臣賞を受賞しており、今後同作品が海外のコンテストで同社の知名度を上げる可能性もある。

JJA ジェエリーデザインアワード 2017 受賞作

出所：会社資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

海外での販売拡大は、まず、実績を上げつつある中国から本格的にスタートする方針である。無錫工場に加え広州工場を新設して供給体制を整え、中国本社を立ち上げ、香港や中国本土の大手ジュエリー専門店チェーンとの取引も拡大している。成長のための材料はそろったと言える。そして、中国本社を基点に次は欧米、その次は北米、アジア・ASEAN 諸国と、同社の可能性は今まさに広がりつつある。

業績動向と今後の見通し

外部環境悪化と先行費用で 2018 年 3 月期第 2 四半期の業績は厳しかった

1. 2018 年 3 月期第 2 四半期の業績動向

2018 年 3 月期第 2 四半期の業績は、売上高 14,738 百万円（前年同期比 16.6% 減）、営業利益 261 百万円（同 71.4% 減）、経常利益 361 百万円（同 45.1% 減）、親会社株主に帰属する四半期純利益は 172 百万円（同 59.7% 減）となった。

2018 年 3 月期第 2 四半期の業績

（単位：百万円、%）

	17/3 期 2Q	売上比	18/3 期 2Q	売上比	増減率
売上高	17,670	100.0	14,738	100.0	-16.6
売上総利益	5,169	29.3	4,352	29.5	-15.8
販管費	4,258	24.1	4,091	27.8	-3.9
営業利益	911	5.2	261	1.8	-71.4
経常利益	659	3.7	361	2.5	-45.1
親会社株主に帰属する四半期純利益	427	2.4	172	1.2	-59.7

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高減少の要因は、中国市場での経済減速に影響された同地域でのダイヤモンド素材販売が大幅に減少した事と、国内のジュエリー市場の停滞と販売単価の低下にある。国際的なダイヤモンド市場では研磨済みダイヤ（裸石）の取引が低迷した状態か続いている。これに対して、より川上の原石市場には投機資金が入っているもようで、原石価格が高騰したため積極的な売買をしづらい状況が続いている。このことから、同社が意図的に商売のペースを落としたとも推測できる。一方、中国のジュエリー市場は引き続き高付加価値の製品が人気になっている上、販売エリアを拡大していることもあって、中国での同社の売上高は当第 2 四半期で 16% 増と大きく伸びた。国内では、ダイヤモンド素材販売の減少に加え、2016 年クリスマス商戦あたりから始まった小売市場の停滞が影を落とした。このため、在庫調整が進展して B to B のビジネスが縮減しており、同社の受注も 10% 程度の減少になったと推測される。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

営業減益は、上記の要因に加え海外製造拠点での先行費用が要因である。ダイヤモンド素材はコモディティ的な性格が強いため販売不振による売上総利益への影響は限定的であり、むしろミックスが改善して売上総利益率は 0.2P 改善している。一方、国内ジュエリー市場の停滞と販売単価の下落が売上総利益率の押し下げ要因となったが、海外製造拠点での先行費用の影響が大きかった。タイ工場では日本向けに製造能力を 20% 増強したが、増強投資は 2017 年 3 月期に完了したものの、受注が弱いなか減価償却費の発生や従業員トレーニング費用、ベースアップといった先行費用が発生した。また、2017 年 3 月期に中国で 2 番目の広州工場がフル稼働を開始したが、旧正月などこれから内地向けに売上げを取りに行くタイミングだったことから、先行的に固定費負担が重くなった。なお、営業外収支は 2017 年 3 月期第 2 四半期に生じた為替差損が 2018 年 3 月期第 2 四半期に為替差益に転じたため 352 百万円の改善、特別損益は 2018 年 3 月期第 2 四半期に関係会社株式評価損が発生したため 56 百万円の損失とやや悪化した。

外部環境やや改善、先行費用も一巡、期初の業績予想を達成へ

2. 2018 年 3 月期通期の業績見通し

同社は 2018 年 3 月期通期業績見通しを、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）、経常利益 1,280 百万円（同 18.8% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 720 百万円（同 23.0% 増）と見込んでいる。第 2 四半期の業績が低迷したため、通期見通しの達成は厳しくなったと見なされがちだが、同社は通期見通しを変更していない。

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

在庫調整で低迷していた国内のジュエリー市場が 9 月に入って底を打ちつつあり、同社もクリスマス向けを含めて受注が回復傾向となったもようである。2016 年は 2.9% 減と低迷した小売市場が 2017 年は 1 ～ 2% 増と好転するとの予測もあり、国内の小売市場は最悪期を脱した可能性が高いと思われる。タイ工場も 9 月に入って日本のクリスマス向け受注増を背景にフル稼働状態となった一方、減価償却費など人件費以外の先行費用が一巡しており、収益性は今後急速に改善する見込みである。また、広州工場も旧正月向け納品で 12 月～ 1 月は稼働率の向上が見込まれており、こちらも収益改善が予想される。このように、海外製造拠点での製造能力増強が計画どおり実現し受注体制が整ったなかで、第 3 四半期での国内のクリスマス需要、第 4 四半期での中国の旧正月需要と本格的な商盛期を迎える。また、先行費用一巡により販管費が第 2 四半期をピークにピークアウトする見込みである。以上から、売上高の増加と利益率の改善が見込まれ、同社は通期業績見通しを変更しなかったと考える。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

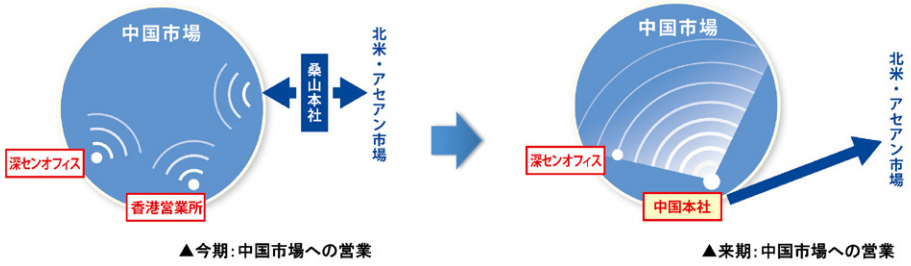
中期経営計画

中国はもちろん、新たな取り組みや新たな展開もあり、成長余地は大きい

1. 中期成長イメージ

世界最大のジュエリーショーでの最高賞受賞と中国本社設立が 3 回目のターニングポイントと前述したが、まさに中国や ASEAN の拡大するジュエリー需要を取り込み、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。このため、2018 年 3 月期に香港の営業所を格上げして本社機能を持たせ、桑山中国本社を設立するのである（本格稼働は 2019 年 3 月期になる見込み）。現地で製販を一体化することは、意思決定の迅速化と納期短縮、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。

中国での営業体制



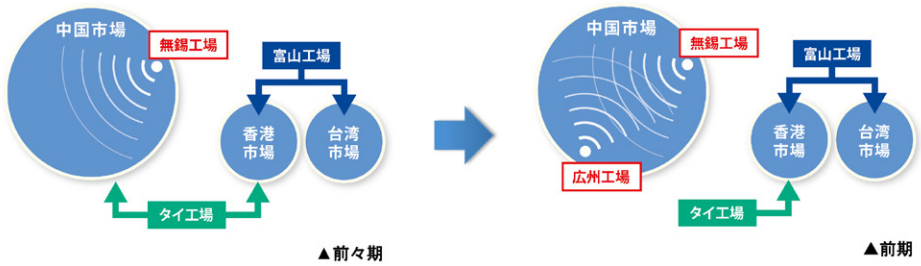
出所：決算説明会資料より掲載

香港に中国本社を設立するのは、香港の景気悪化が長引いているとはいえ、香港が世界のジュエリー市場の中心であり中国への玄関口であるからだ。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、併せて中国無錫工場からの製品供給が本格化したためである。さらに中国 2 番目の広州工場の本格稼動により中国内販向けに十分供給できる製造体制が整ったと言え、今後、中国市場でのシェア拡大を目指すことになる。その中国では、昔から人気が高く資産性の強い K24 の製品（素材）から、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る高付加価値のファッションジュエリーに需要がシフトしている。また、1 級都市から 2 級都市へ、さらには 3 級都市へと、徐々にブライダル需要が広がっている。能力増強によって、市場の深耕とエリアの拡大の両方を享受することができるようになったのである。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

中期経営計画

製造能力の拡大



出所：決算説明会資料より掲載

一方、国内では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、同社も小売の厳しさを直接受ける可能性がある。このため、同社はシルバージュエリーやアパレル、e コマースなど新しい領域へ事業を拡大することを考えている。シルバージュエリーは、素材に原価の安いシルバーを使うが、加工難度が高いためデザインという付加価値を乗せやすいという特徴がある。アパレルは、衣料品の長期不振から近年服飾雑貨も扱うようになった店が多く、新たな取引先として浮上している。e コマースは、小売店と競合しないモールビジネスに可能性がある。いずれもまだ試行錯誤中だが、すべて今までにない顧客に出会える可能性が高く、同社の中長期成長を支える新たな取り組みということができるだろう。

中国向け以外でも海外事業を進める方針である。まず北米への輸出がターゲットになると考えられる。かつて米国での商売はあったが、リーマンショック後の 2009 年に現地法人を休眠させたままになっている。現在は出張で対応しているが、それでも構成比で 2% 程度の売上げが取れているため、米国は可能性の高い市場と言える。米国のジュエリー市場は未だ弱いが、今後改善していくことが予測されており、3 年前に展示会への出展を再開した。加工難度の高いプラチナ中心に品質と付加価値を訴求し、高級路線のセレクトショップなどへと商売を拡大していく方針である。その後は人口ボーナスのある ASEAN 諸国にも進出する考えである。中国と同じビジネスモデルが有効とされるが、今はまだチェーン店というインフラが整っていないことから、時期を見ての進出ということになるだろう。

JJF2016 で発表の エンゲージ・ マリッジセットリング

香港中国でも人気の パール

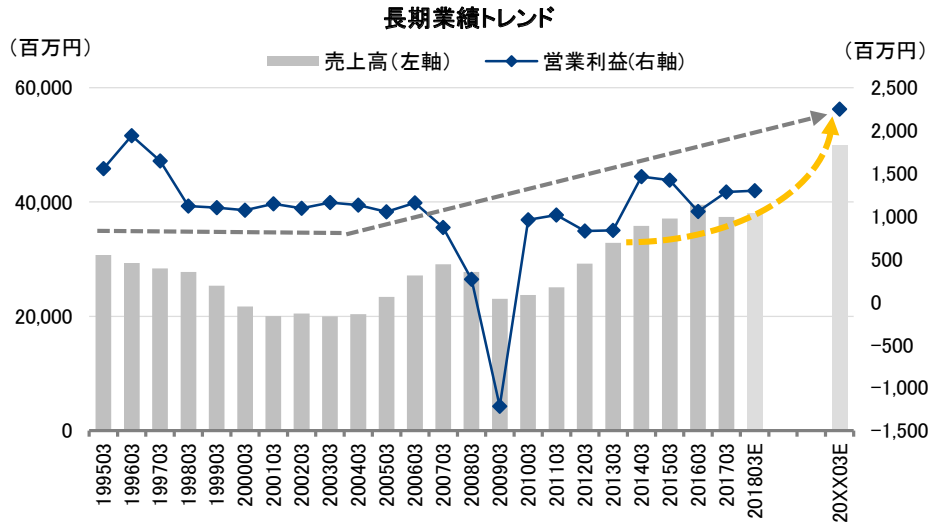
18K ジュエリー

出所：決算説明会資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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、利益は依然横ばい圏にある。3 回目のターニングポイントとなる中国本社設立によって、中国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、売上高増加のトレンドに利益率の改善も期待できるようになる。さらに、2020 年の東京オリンピック・パラリンピックに向けて国内消費の活性化に、インバウンドやブライダル、モチベーション需要も期待される。シルバージュエリー、アパレル、e コマースといった新たな取り組み、米国という巨大市場を見据えた新たな展開もある。こうした材料が出そろいつつあることから、中長期的に売上高で 500 億円、営業利益率で 4 ～ 5% 程度の目標は目指したいところである。

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振れやすく将来を予想しづらいこと、売上高ほどに利益の額は振れないが、それを表現しようとすると収益構造の詳細に分け入ることになり、取引上の問題が生じる懸念のあること。これは短期業績の詳細を公表しないのと似た理由であり、同社の市場環境がやや特殊なことを考慮すればある程度は理解できる。しかし、一定の条件のもとでの中長期的な数値めどや、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、是非とも善処していただきたいと願っている。



出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

成長に伴ってリスクは増すが、対策も万全

2. リスクと対策

同社は貴金属を扱っている関係から地金相場や為替相場の影響を受けやすい。また、海外展開も急ピッチのため海外でのリスクも増している。2016 年 3 月期にタイ工場で多額の地金差損を発生させた。発生原因はタイで増産していたところに予想外の相場変動が起きたことである。貴金属を扱ううえで相場変動は付き物と言えるが、同社はこうした変動への対策として、地金の取引を売買取引から委託加工取引へと切り替えており、2018 年 1 月より本格稼動する。2017 年 3 月期には、関連会社 Daems Giovanni BVBA への出資金全額 728 百万円を特別損失に減損計上した。出資の目的は、Daems Giovanni BVBA の持つ自動製造、高精度測定技術の技術移転であった。しかし、Daems Giovanni BVBA の財務内容が悪化したため、回復可能性や相手先の状況を勘案して提携を中断、保守的な観点から減損を計上したのである。今後、M&A や出資、提携などの案件については充分精査を加えるが、中長期成長の観点から新技術や新市場の獲得は必要なため前向きに検討する方針である。

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、リユースと言えばダイヤモンドや色石のリユースである。同社は国内大手小売にブライダル需要向けフレッシュダイヤモンド（バージンダイヤモンド）を直接納品している。ブライダル客の中古嫌いは強いため、同社は当面リユースを扱わないことにしている。

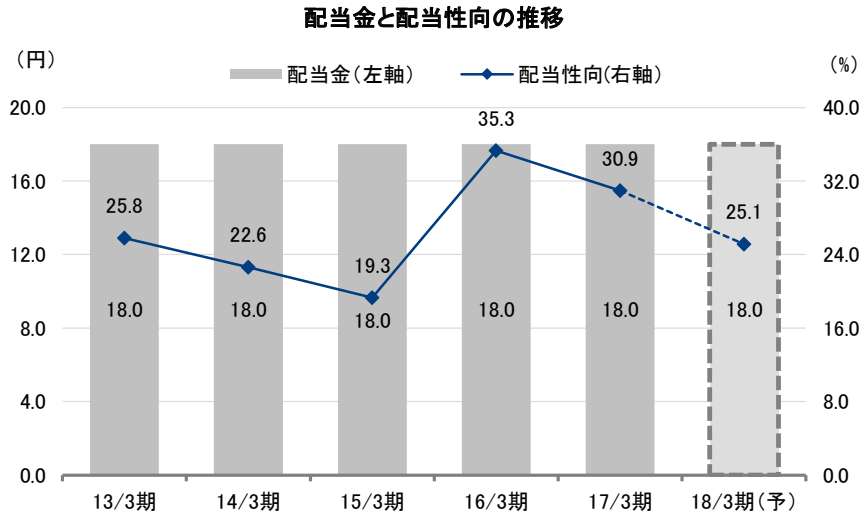
株主還元策

中期成長への資金ニーズは理解、利益成長による株主還元の拡大を望む

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、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。このため同社に期待することは、利益率を上げ ROE を上昇させることであり、それによって継続的な増配をしていくことである。そのためにも、同社の株主還元策として当面の最善策は、まずは利益を伸ばすことと考える。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



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。

情報セキュリティ

サーバーを専門の会社にアウトソースすることで、個人情報などを含むデータや基幹システムの管理・メンテナンスの作業を軽減するとともに、情報漏洩やハッキングなどのリスクを最小限に抑えている。営業上必要なデータの持ち出しやパソコンの外部利用については、USB の個体管理やオフラインパソコンで対応している。また、社内の作業用パソコンはデータが抜き出せないようになっているなど、セキュリティポリシーを設定し総合的な対策をとっている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

FISCO

重要事項（ディスクレーマー）

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・表示したものですが、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にお願いします。

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