

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 >>>](#)

2018年7月11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>

目次

■ 要約	01
■ 事業概要	03
1. 会社概要	03
2. 事業内容	03
3. 強みは「桑山品質」を支える製品力	04
4. 営業体制と企画・デザイン能力	06
5. 世界に広がるネットワーク	07
6. 宝飾品市場の現況と同社のポジション	08
■ 製品紹介	10
1. 各種製品群	10
2. コレクションとブランド	11
3. コンテスト受賞作品	12
■ 業績動向と今後の見通し	13
1. 2018年3月期の業績動向	13
2. 2019年3月期業績の見通し	15
■ 中期経営計画	17
1. 中期成長イメージ	17
2. リスクと対策	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
■ 情報セキュリティ	20

■ 要約

大手総合ジュエリーメーカーとして底力を見せる 2019年3月期

桑山<7889>は、貴金属チェーンからオリジナルジュエリー製品・OEM/ODM製品、ダイヤモンド・真珠などの宝飾素材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。同社の主力は、オリジナルジュエリー製品とOEM/ODM製品で、テーマに沿って開発された自社企画の製品や、同社からの企画提案（ODM）あるいは取引先からの開発依頼（OEM）による製品群である。市場ニーズやトレンド、顧客の要望を的確に反映する企画・デザイン力、内外ネットワークを駆使する宝飾素材の調達力、最新技術と職人の技を融合した製造力などにより、同社はメーカーとして高い優位性を有する。また同社は、商品開発からアフターケアまでの充実したサービスを提供している。同社のオリジナリティあふれる企画品質、世界トップレベルの製品品質、顧客に寄り添った営業品質―は顧客ロイヤリティにつながっており、これを「桑山品質」と言う。

世界トップレベルの技術と設備を持つ基幹工場・富山工場において、インゴットから製品までを一貫生産している。コンテスト作品の制作から量産製造まで様々な製造方法に対応可能で、常に高品質なジュエリーを安定して供給している。そのために、同社は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。また中国の2工場は、無錫が機械編みチェーンやカットリング、広州がキャスト製品と棲み分け、中国国内向けに生産している。中国では、日本のジュエリーデザインの人気が高まっており、中国の大手小売チェーン向けにOEM/ODM製品の供給を伸ばしている。タイでは、ジュエリー全般の製造やダイヤモンドのカットを行い、日本へも供給している。同社の営業は、通常の営業と工場出身の技術営業がペアを組む。このため、商談の段階で製造に際しての技術的側面での検討も行われ商品開発からアフターサービスまで一貫した、スピーディで技術志向の強い営業が可能になっている。また、工程ごとに厳しい品質基準を設けており、安定した品質を確保することができる。

このような同社の企画・デザイン・製造技術・品質管理へのこだわりは、世界でも高く評価されている。2016年に同社作品の「Rhythm」が、世界のトップデザイナーとトップブランドがこぞって出展する米国のThe COUTURE Showで『COUTURE Design Awards』プラチナ部門の最高位Winnerに輝き、引き続き2017年、世界中からバイヤーが集まる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 (IJDEA)』の最高賞Champion of the Championsを受賞した。さらに2018年、同社製品の「Ecume」が、The COUTURE Showの『COUTURE Design Awards』プラチナ部門で最高位Winnerを獲得した。日本製ジュエリーが、世界で高く評価されることは画期的なことと言える。

桑山
2018年7月11日(水)
7889 東証 JASDAQ
https://www.jll.co.jp/

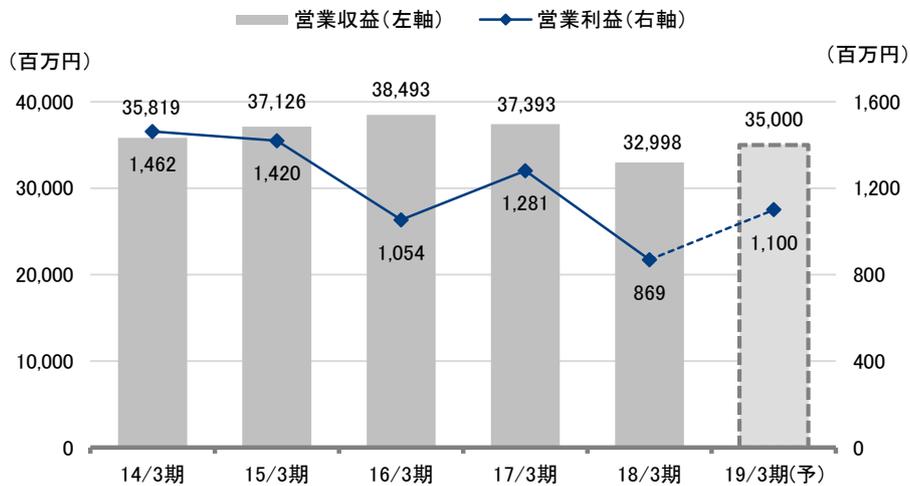
要約

2018年3月期の業績は、売上高 32,998 百万円（前期比 11.8% 減）、営業利益 869 百万円（同 32.1% 減）となり、期初の計画に対して売上高で 5,001 百万円、営業利益で 430 百万円の未達となった。ダイヤモンドの調達体制の見直し、受注時期の偏重と集中による生産性の低下や商品開発の遅れ、中国での先行費用の発生などが減収減益要因で、なかでも生産性の低下や商品開発の遅れが収益未達の背景となった。2019年3月期の業績見通しについて、同社は売上高 35,000 百万円（前期比 6.1% 増）、営業利益 1,100 百万円（同 26.5% 増）を見込んでいる。前期収益未達の背景となった営業・製造体制の見直しを最優先事項とし、主要取引先と協働した年間開発計画の策定や生産管理の統合など諸施策を推進することで早期に生産性を改善、利益を回復させる計画である。好調な中国に関しては、桑山インターナショナル (Kuwayama International Co.,Ltd.) の本格稼働化によって、中国工場との製販一体の体制構築に弾みをつける方針である。また、米国では、ショーのコンテストで最高位を勝ち取ったデザインカ・技術力を背景に、取引先拡大につなげる考えで、国内でのシェア拡大と中期的な成長ドライバーとして中国と北米での販路拡大を目指している。

Key Points

- ・「桑山品質」で名高い、国内トップの総合ジュエリーメーカー
- ・世界最高峰のジュエリーショーで最高位、世界で高評価
- ・製造・営業体制を見直し、2019年3月期は収益大幅回復へ

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

国内トップの総合ジュエリーメーカー

1. 会社概要

同社は、貴金属チェーンからオリジナルジュエリー製品・OEM/ODM 製品、ダイヤモンド・真珠などの宝飾素材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、国内で圧倒的シェアを有している。同社は、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、品質を重視した生産技術、通常の営業と技術営業が一体となって顧客サポートをする営業体制に定評がある。こうした総合力を背景に、オリジナルを始め各種製品の企画・デザインから生産、販売、サービスまでを一貫して提供している。同社の技術力は、OEM/ODM※製品を提供する国内大手有名ブランドばかりでなく、世界的コンテストでの最高位受賞により、世界でも広く認められるようになった。こうしたことをテコに、同社は現在、製販両面でアジアや欧米諸国へ進出、グローバル展開を積極的に推進しようとしている。

※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。

OEM/ODM 製品が主力

2. 事業内容

同社の2018年3月期の内外売上高構成比は、国内79%、海外21%であった。製品別では、オリジナルジュエリー・OEM/ODM46%、貴金属チェーン37%、宝飾素材17%という構成比になる。主力はオリジナルジュエリー製品・OEM/ODM製品で、テーマに沿って開発された自社企画の製品や、同社からの企画提案(ODM)あるいは取引先からの開発依頼提案(OEM)に従って開発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、地金やダイヤなど宝飾素材の調達力、最新技術と職人の技を融合した製造力などの点から、同社はメーカーとして高い優位性があり、オリジナルジュエリー製品等が伸びる原動力となった。なお、これらの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へも販売される。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。

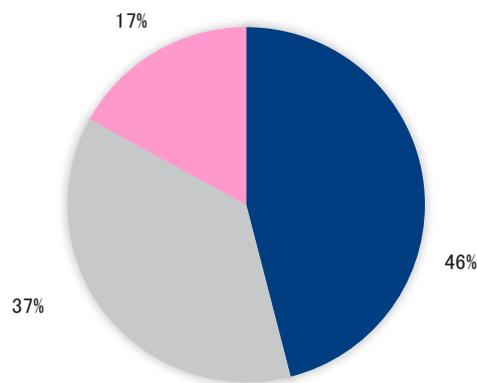
桑山 | 2018年7月11日(水)
7889 東証 JASDAQ | <https://www.jll.co.jp/>

事業概要

海外のうち中国（香港・台湾含む）の売上高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気味だが、これは市場の過半を占める資産性の強い純金製品と贈答用途の高額品の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）の上昇やジュエリー市場の地方都市への拡散によって、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。

売上高構成比

■ OEM/ODM製品 ■ 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

最新技術と職人の技を融合し標準化する

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に基づいて「クオリティ・ファースト」を掲げ、商品開発からアフターケアまでの充実したサービスを、顧客の立場に立って提供している。そして、同社のオリジナリティあふれる企画品質、世界トップレベルの製品品質、顧客に寄り添った営業品質——という全社的な品質への取り組みによって、高水準で安定した製品を生み出すことができ、顧客ロイヤリティにつながっている。これを「桑山品質」と言う。

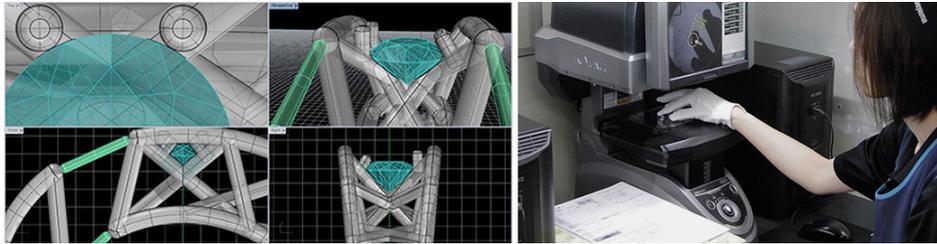
生産については、世界トップレベルの技術と設備を持つ基幹工場の富山工場で、インゴットから製品までを一貫生産している。多品種少量から OEM/ODM まで様々な生産に対応し、常に安定した品質の製品を安定して供給することができる。主力のジュエリーやチェーンのほか、ルースやジュエリー用パーツなど品ぞろえの幅も広い。調達については、国内外の大手業者とのパートナーシップにより、ダイヤモンドやパール（アコヤ真珠、南洋真珠）など安定した供給ルートを確保している。また、創業当時からジュエリー用チェーンやカットボール、留め具類といったパーツの開発にも取り組んできた。

桑山 | 2018年7月11日(水)
7889 東証 JASDAQ | <https://www.jll.co.jp/>

事業概要

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 3D スキャナーの活用に加え、同業他社には導入例のな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 部門の研究開発部隊は、外部の専門家の協力を得ながら、3D モデリングによる鋳造解析や座屈強度解析などの研究を進める一方、新たな生産・管理技術の活用方法を海外の工場に対して指導している。3D 技術以外でも同社は様々な技術開発や研究に取り組んでおり、オリジナル製品の引き輪「輪王（Wao）」、チェーン用のデザインボールを製造する「自動デザインボールカット機」、純度の高いままプラチナを硬くした「硬化プラチナ」などの開発へとつなげている。非常に技術志向の強い会社とすることができる。

3D 技術と検品体制



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SEMB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。その後中国の経済が成長し、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。さらに需要は伸び、広州に中国第 2 工場の広州桑山珠寶有限公司を設立、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、金やプラチナといった繊細な加工技術に強みを持つ同社は、中国でも大手小売チェーン向けに OEM/ODM 製品の供給を伸ばしているところである。

タイ・クリスティ工場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い、日本にも供給している。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や研磨技術、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 つに数えられている。日本では成熟産業となったジュエリー産業だが、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、同社にとって進出のメリットは大きい。

桑山 | 2018年7月11日(水)
7889 東証 JASDAQ | <https://www.jll.co.jp/>

事業概要

「桑山品質」を産み出す工場（左上から時計回りで富山、タイ、広州、無錫の各工場）



出所：ホームページより掲載

製品力は営業力と企画力、品質管理によって生かされる

4. 営業体制と企画・デザイン能力

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。このため、商談の段階で製造に際しての技術的側面からの検討が行われる。これによって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っているため、実際のサンプル作成の段階で顧客のイメージ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する。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、製造工程ごとに製品単位で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、さらに改めて、製品出荷時に製造部門から独立した品質保証部門によって検査が成される。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しているのである。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しており、同社の品質と担保している。

ちなみに、同社のデザイナーには高いファッションセンス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。一方同社は、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。

事業概要

世界に広がるネットワーク

5. 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地の営業拠点や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、大阪と福岡にあって関西と九州をカバーし、加えて宝飾産業の集積地である甲府にも配置され、全国の主要な宝飾品マーケットを網羅している。海外では、ダイヤモンドルース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、直接仕入れによって安定供給を実現した。近年アントワープの地位が下降気味になっているが、ダイヤモンドルースは、アントワープ以外の内外様々なネットワークを駆使することで必要量を集荷することができる上、ルースの商売自体採算が低く利益への影響が限定されるため、同社にとって致命的な問題にはなっていない。このように、同社は内外の拠点やネットワーク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することができるのである。

同社ネットワーク



出所：ホームページより掲載

ネットワークを支え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要素として、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。

桑山 | 2018年7月11日(水)
 7889 東証 JASDAQ | <https://www.jll.co.jp/>

事業概要

グループ企業

貴金属地金関連事業	
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）、リングなど地金関連宝飾品の製造・加工・販売。輸出もする。
(株) エヌジェー	昭和18年創業の宝飾品卸。長年培われた経験と商品作りを同社グループに移植。
(株) プリリアンスインターナショナルジャパン	貴金属製品の製造・加工・輸入及び販売。
(株) クレール	輸入と商品企画、テレビ通販。
(株) HAKKO インターナショナル	(株) エヌジェーの100%連結子会社。宝飾品卸売業務に加え、百貨店への出店販売。
(株) K.C.D	ファッション業界との業際で、ジュエリー、アクセサリーの企画及び販売。
(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。
CHRISTY GEM CO.,LTD.	タイ国バンコク市。ダイヤモンドの研磨、日本向けにジュエリー製造、販売。
無錫金藤首飾有限公司	中国江蘇州無錫市。主に機械編みチェーンやカットリングの製造。無錫金藤首飾有限公司深圳分公司を持つ。
広州桑山珠寶有限公司	中国広東省広州市。主にキャスト製品の製造。
Kuwayama International Co.,Ltd.	香港。海外での本社機能を集約。中国2工場と中国など海外向け製販一体体制。
ダイヤモンド関連事業	
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。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け・販売。
その他関連事業	
同社	国内外での真珠の買付け・加工、国内外への販売。

出所：ホームページ、会社資料よりフィスコ作成

厳しいが大手の競合先がほとんどない宝飾品市場

6. 宝飾品市場の現況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。加えて、少子高齢化や未婚率の上昇から市場が伸びず、小売ではパイの奪い合いが激しくなっている。このような市場だからこそ、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や、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。

訪日外国人によるインバウンド需要については、一時中国人観光客による「爆買い」が宝飾品市場に多大な貢献をもたらしたことがある。しかし、中国における関税強化策の影響などにより2016年には「爆買い」が沈静化し、チャネル別では、特に百貨店で「爆買い」沈静化の影響が大きく生じたようである。しかし、日本政府観光局（JNTO）によると、訪日外国人数は2016年が2,403万人で前年比21.8%増、2017年も2,869万人で同19.3%増と、「爆買い」は少なくとも観光立国へ向けた国家施策により、観光客数は非常に強い伸びを続けている。このため、東京オリンピック・パラリンピックへ向けて（そしてそれ以降も）、インバウンド需要は拡大を続けていくと考えられている。

桑山 | 2018年7月11日(水)
7889 東証 JASDAQ | <https://www.jll.co.jp/>

事業概要

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、2017年の婚姻組数は60.7万組と前年比で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。とはいえ、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あるため、多くの小売企業が競い合う状況となっている。しかし同社にとっては、宝飾品素材の調達力と高度な技術力など OEM/ODM 製品メーカーとしての強みを、むしろ発揮しやすい環境と言える。

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図り、今や月に1度は大きなイベントが開催されるようになった。一方、結婚記念日や誕生日など「〇〇記念日」や「自分へのご褒美」など、消費者個人へのアプローチも抜けない。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にならざるを得ないのがやや残念である。

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と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。同社の製品力の高さに驚くばかりだが、小売段階でのシェア取り合戦はますます厳しくなっている。

同社は原則として小売業に参入するつもりがない。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の雰囲気、商品の打ち出し方など販売特有の技術が必要となるからである。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供給しているが、同様の考え方で小売に参入していない。ただし、既存小売業への影響がない範囲であれば、最終顧客である消費者との接点を持つことも、業界の発展や同社の技術力向上のために必要であるかもしれない。

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。そのうちジュエリーの製造小売（製品製造もする専門店チェーン）は、ツツミ<7937>とAs-me エステール<7872>くらいと言われている。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>あたりだろうが、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、勢いはあるが、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。これらとは品目においてピンポイントで競合する場合がある。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と言われる。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することができる。大手の競合先はほとんどないといえることができる。

■ 製品紹介

独自の技術・製法・検査を背景に高い信頼

1. 各種製品群

同社は総合ジュエリーメーカーとして長年培ってきた独自の技術・製法を駆使し、ブランドからオリジナルコレクション、デザインコンテスト入賞作品に至るまで幅広い製品を世に出してきた。特にマシンチェーンは、イタリアから自動製鎖機を導入した創業期からの主力製品で、長い経験と豊富なノウハウにより高い信頼性と優れた機能性がある。また、引き輪やプレートなどのパーツまで製造できる一貫生産体制で、国内市場では圧倒的なシェアを誇り、中国工場でもチェーンの製造を行っている。一方、職人の技術と手作業で組み上げられた魅力あふれるデザインチェーンは、繊細で独創性の高いデザインにより国内外で高い評価を得ている。

カットリング（鍛造）は、継ぎ目がなく強度に優れ、ブライダルリングに最適とされる。ファッションジュエリーの大半がキャスト製品（鋳造）で、華奢で繊細なデザインは職人の手作りでしかできなかったが、3D-CADなどを駆使した最先端の技術により製造が可能になってきた。ダイヤモンドについては、紛争ダイヤモンドを扱うサプライヤーを排除したり、現地と日本のダブル検査を実施したり、国際的なネットワークの中で信頼される製品作りを進めている。パールは、日本屈指の真珠メーカーと提携して安定供給を実現、高品質なアコヤ真珠を始め南洋真珠や黒蝶真珠など豊富な素材を、日本ならではの「パールジュエリー」として世界に発信している。

左からパールネックレス、ダイヤモンド裸石



出所：ホームページより掲載

心を惹きつけるコレクションとブランド

2. コレクションとブランド

(1) コレクション

CUT RING (カットリング) は、プラチナやゴールド、コンビによるリングで、カットリングならではの精度と強度を追求している。同時に、熟練を必要とするミル打ちなどオリジナルのデザインバリエーションも豊富にある。DIAMOND JEWELLERY (ダイヤモンドジュエリー) は、ダイヤモンドを贅沢に使用した正統派のジュエリーコレクションである。Dolce Festa (ドルチェフェスタ) は、色鮮やかで洗練された、大人のためにデザインされたスイートジュエリーコレクションで、G&P (ジーアンドピー) は、長年培われた技術と洗練されたデザインによる、華やかなデザインチェーンコレクションとなっている。

左から CUT RING、DIAMOND JEWELLERY、Dolce Festa、G&P の各コレクション



出所：ホームページより掲載

HARMONY (ハーモニー) では、ジュエリーをライフスタイルの一部として楽しむ女性向けに、トレンドとの調和 (HARMONY) を意識して展開している。Jewellette (ジュエレット) は、トレンドとベーシックをミックスした、細部にこだわったデザインとなっている。フランス語で音楽用語の「繰り返す」を意味する Reprise (ルプリーズ) は、日々の積み重ねを歩んできた大人の女性に向けた、ワンランク上のジュエリーコレクションである。Vetelueur (ヴェトリュール) は、手作業で組み上げたデザインチェーンにダイヤモンドの輝きを加えた、文字どおり「光を纏う」ゴージャスさと付け心地の良さが特徴となっている。Color Stone (カラーストーン) は、ストーンの美しい色彩を洗練したデザインで引き出している。Pearl Jewellery (パールジュエリー) は、上質なパールと繊細な技術を融合した、ワンランク上の気品溢れるコレクションである。

左から HARMONY、Jewellette、Reprise、Vetelueur の各コレクション



出所：ホームページより掲載

製品紹介

(2) ブランド

Marea rich は、「繊細ながらも、揺るぎない芯を持つ女性」に向けたジュエリーブランドで、身に付けることでありのままの自分を表現することができる。フランス語で「キスする」という意味の Embrasser(アンブラッセ)は、純プラチナ(Pt999)と純ゴールド(Au999)のみを使用したプライダルリングで、「少しの迷いもない純粋なチカラ」というコンセプトで愛を誓うカップルを表現している。D+(ディープラス)は、3つのカット評価すべてが最高評価の希少性の高いダイヤモンド 3 Excellent(トリプルエクセレント/3EX)と、裏面にハート、表面に天使の矢(キュービッド)が見えるよう研磨されたダイヤモンド Heart&Cupid(H&C/ハート&キュービッド)の2つの煌めきを最大限に活かした、洗練されたデザインのブランドである。

左から Marea rich、Embrasser、D+ の各ブランド



出所：ホームページより掲載

世界屈指の展示会で最高位を連続受賞

3. コンテスト受賞作品

同社は、各所で国内外へ向けて最新のトレンドを発信しているが、宝飾展示会においては、取引先バイヤーに対しデザインに合わせたオリジナルディスプレイなどによって、新しいアイデアやトレンドを訴求し、新ブランドや新開発技術を提案している。日本最高峰の JJA(日本ジュエリー協会)コンテストで受賞の常連である同社は、海外でも、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アピールしている。

2016年に同社作品「Rhythm」が、世界のトップデザイナーとトップブランドがこぞって出展する The COUTURE Show で『COUTURE Design Awards』プラチナ部門最高位 Winner に輝いた。また、「Rhythm」は2017年にも、世界中からバイヤーが集まる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 (IJDEA)』最高賞である Champion of the Champions を受賞した。2018年には、今度は「Ecume」によって『COUTURE Design Awards』プラチナ部門の最高位 Winner を獲得した。このように、同社の企画・デザイン・製造技術・品質管理へのこだわりは、世界各地で高く評価されている。こうした受賞が、中国2工場の稼働開始や中国本社設立のタイミングと重なり、同社の世界戦略の強い追い風になろうとしている。

製品紹介

左から COUTURE Design Awards (CDA) 2016・IJDEA2017 受賞作「Rhythm」、CDA2018 受賞「Ecume」



出所：ホームページより掲載

業績動向と今後の見通し

2018年3月期はダイヤモンド市場の変調と受注の偏重で未達となった

1. 2018年3月期の業績動向

2018年3月期の業績は、売上高 32,998 百万円（前期比 11.8% 減）、営業利益 869 百万円（同 32.1% 減）、経常利益 1,010 百万円（同 35.9% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 627 百万円（同 7.1% 増）となった。期初の計画に対しては、売上高で 5,001 百万円、営業利益で 430 百万円、経常利益で 269 百万円、当期純利益で 92 百万円と、やや大きな未達となった。

2018年3月期の業績

（単位：百万円）

	17/3 期	売上比	18/3 期	売上比	増減率
売上高	37,393	100.0	32,998	100.0	-11.8%
売上総利益	9,936	26.6	9,104	27.6	-8.4%
販管費	8,654	23.1	8,234	25.0	-4.8%
営業利益	1,281	3.4	869	2.6	-32.1%
経常利益	1,577	4.2	1,010	3.1	-35.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	585	1.6	627	1.9	7.1%

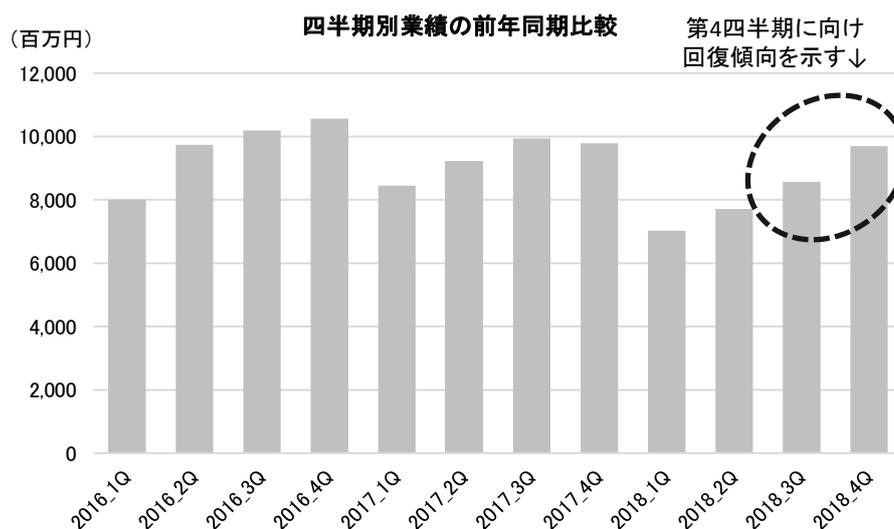
出所：決算短信よりフィスコ作成

桑山
2018年7月11日(水)
7889 東証 JASDAQ
https://www.jll.co.jp/

業績動向と今後の見通し

外部環境は内外とも芳しくなく、売上高は2ケタ減収となった。特にアントワープにおいて、資金調達環境の変化や投機資金の流入などによりダイヤモンドルースの動きが鈍くなった。これを受けてダイヤモンド市場の変調やリスクについて同社内で検討、ダイヤモンドの調達体制を見直すことになり、仕入れを大幅に抑制した。このため、現地拠点での販売が減少したのである。中国では、同社 OEM/ODM 製品が売上高前期比 17% 増と好調を持続したものの、素材販売の勢いが回復に至らず、厳しい状況が続いている。一方国内は、春夏期の販売不振による先行き不透明感から発注の様子見する大手小売が多く、その結果、受注がクリスマスへ向けた繁忙期に集中してしまった。結果、主要大手取引先の受注減や、生産を優先したことによる開発遅延が生じることとなった。このため、プライダルは、プライダル向け商品の開発遅延などにより、売上高は前期比 11.8% 減となった。ファッションジュエリーは、同様に繁忙期に生産性低下を招いたものの OEM/ODM 製品の開発強化と積極提案によって、前期比 5% 増の売上高を確保した。チェーンは、定番の喜平チェーンは堅調だったもののデザインチェーンの開発が遅れたことで、売上高は前期比 9% 減となった。

利益面では、ダイヤモンドルースの減収、一部大手取引先への販売減少に加え、クリスマスへ向けた繁忙期での受注集中による、閑散期の稼働率低下や短納期要請拡大に伴う外注増加により、売上総利益は前期比 8.4% 減少した。ただし、低採算のダイヤモンドルースの売上高構成比が縮小したため、売上総利益率は前期比 1.0 ポイント改善した。販管費は、売上げが伸びないなか、桑山インターナショナルの立ち上げ費用及び広州工場の連結により、人員確保や教育など人材への先行的費用負担が発生した。このため、広告費や交通費などその他の販管費を削減したもののカバーできず、販管費率は前期比 1.9 ポイントの悪化となった。為替差益の縮小もあり経常利益は前期比 35.9% 減ったが、関係会社株式評価損がなくなり親会社株主に帰属する当期純利益は増益を確保した。なお、2017 年クリスマス商戦から宝飾品小売市場に回復の兆しが見え始め、同社の第 4 四半期売上高も改善した。しかし、通期では受注のふれなどが計画に対して大きかったため、第 3 四半期までの売上高・利益の未達をカバーできなかった。



出所：決算短信等よりフィスコ作成

外部環境はやや改善、内部環境は大きく改善へ

2. 2019年3月期業績の見通し

2019年3月期の業績見通しについて、同社は売上高 35,000 百万円(前期比 6.1% 増)、営業利益 1,100 百万円(同 26.5% 増)、経常利益 1,050 百万円(同 3.9% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益 650 百万円(同 3.6% 増)を見込んでいる。2017年のクリスマス商戦から宝飾品小売市場に回復の兆しが見えてきたとはいえ、依然国内の消費環境は不透明感が強く、2019年3月期業績予想に関して、同社として厳しい見方になったようだ。そして、前期の売上高・利益未達の原因について、ダイヤモンド市場の変調や小売大手の発注遅れ、短納期要請など外部要因による影響が大きかったと言えるが、同社は自らの営業・製造体制に問題があったと見なし、この対策を最優先事項として講じることで、利益水準を回復させていく方針である。

2019年3月期の業績見通し

(単位:百万円)

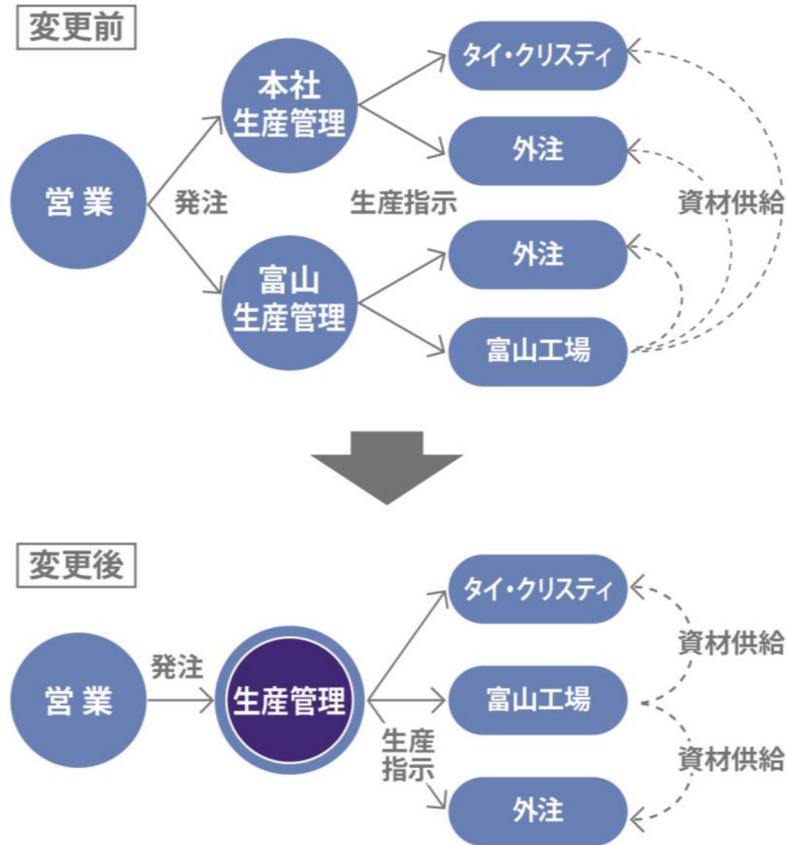
	18/3期	売上比	19/3期(予)	売上比	増減率
売上高	32,998	100.0	35,000	100.0	6.1%
売上総利益	9,104	27.6	-	-	-
販管費	8,234	25.0	-	-	-
営業利益	869	2.6	1,000	3.1	26.5%
経常利益	1,010	3.1	1,050	3.0	3.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	627	1.9	650	1.9	3.6%

出所:決算短信よりフィスコ作成

国内でクリスマスに向けた繁忙期に受注が集中したことについては、主要取引先と協働して年間開発計画を策定し、受注予定管理の精緻化と納期短縮を図る。加えて、積極的な提案活動や新素材開発・新技術による新商品開発(実用化に向け最終段階の新素材があるもようだ)によりシェアアップを進める。生産性低下や外注増加については、富山工場と東京本社の生産管理機能を統合し情報ラインを単純化、外注を含め工程全体を常に把握しながら生産を管理する方式へと変更した。また、富山工場に自動検査室システムを導入し、品質のばらつきを排除するとともに検査工程を短縮化する方針である。無人連続旋盤加工システム導入に向けて検討も開始し、手作業を排除することによる工程数削減や24時間稼働など生産性向上を目指す。営業と製造の両部門にあった開発チームを統合し開発を一元管理、取引先の短納期要請に応えられるよう新製品開発をスピードアップ、新製品の開発数量も増やす考えだ。さらに組織面では、製造・販売・管理の3本部制を取っているが、2019年3月期より新たに専任の製造担当役員を配置する予定である。経営が工場の直接統括をすることで、意思決定や決済のスピードも上げる一方、4工場の製造最適化も進める方針である。

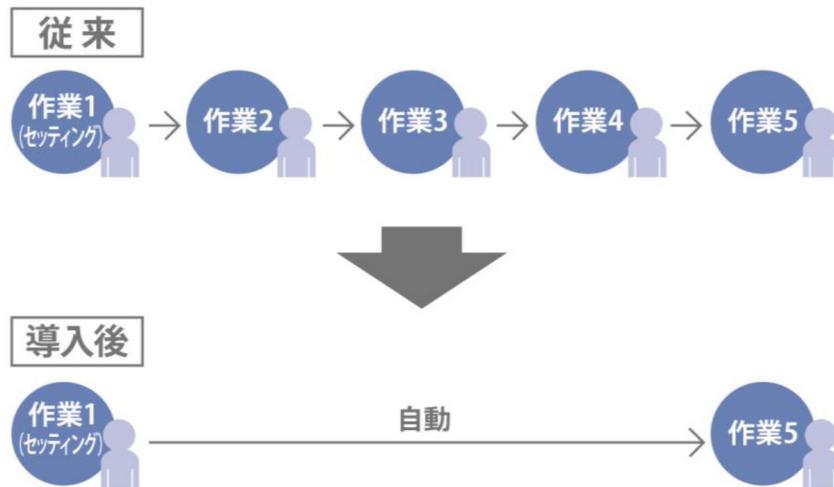
業績動向と今後の見通し

生産管理機能の統合強化



出所：決算説明会資料より掲載

無人連続旋盤加工システムのイメージ



出所：決算説明会資料より掲載

一方、海外では、2018年1月、本社機能を持つ桑山インターナショナルが始動した。中国2工場とともに製販一体体制を構築するため、始動からローカルスタッフの採用を強化する予定である。加えて、現地採用のデザイナーを育成し、現地大手小売チェーンとのコミュニケーションを活発化し、ニーズの迅速な把握、市場動向調査、商品の開発提案、製造販売——と一気通貫したビジネスモデルを確立する方針である。米国では、ネット販売大手にプラチナチェーンが着実に伸びているが、ショーのコンテストで複数回勝ち取った最高位をてこに、取引先を深掘りし拡販につなげる計画である。

■ 中期経営計画

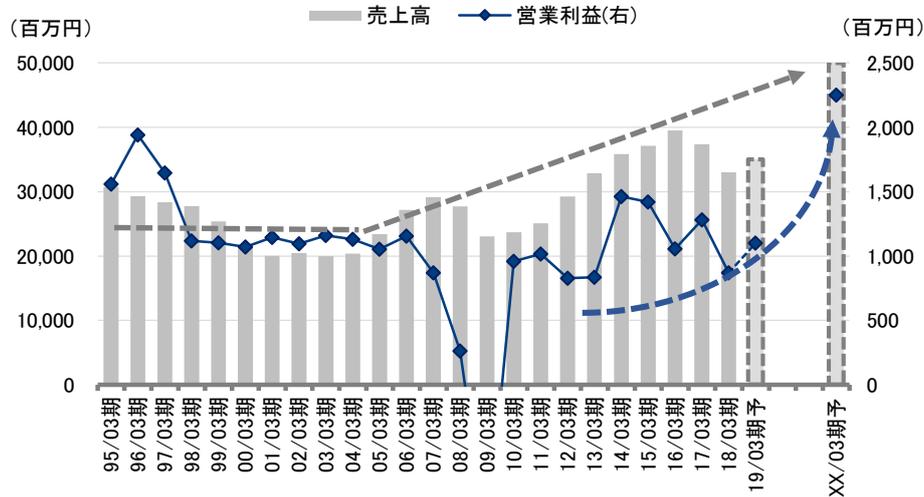
中国と米国に期待される中期成長ドライバー

1. 中期成長イメージ

2018年3月期は国内要因で躓いたが、香港や米国の世界最高峰のジュエリーショーで立て続けに最高賞を受賞、中国では広州工場が稼働し海外本社がスタートするなど、海外では快進撃を続けている。特に中国では、製販体制が整い、今まさにハイセンス化するブライダルジュエリー需要の取り込みが始まろうとしている。また、かつて現地法人があり、現在でも一定の売上高のある米国は、同社にとって将来性のある市場と言える。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と考えられる。その後は、人口ボーナスが見込まれる ASEAN 諸国、資産大国の多い中東へも進出する可能性もあると思われる。こうした地域では、中国と同様のビジネスモデルが有効とされるため、チェーン店というインフラが整う時期を見ての進出ということになるだろう。以上から、中期的には中国と北米が成長ドライバーになると予想される。一方国内も、2019年3月期の最優先施策によって、中期的に収益が回復し安定化することが見込まれ、海外という成長ドライバーを強力にサポートしていくと予想される。

このように楽しみの多い会社であることから、中長期的には売上高で500億円、営業利益率で4～5%程度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——である。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、同社が大手総合メーカーとして小売各社に商品を提供しているという、やや特殊な市場環境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の目途や、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。

長期業績トレンド



出所：決算短信よりフィスコ作成

リスクはなくならないが、常に対策を取っている

2. リスクと対策

懸念されるリスクは、相場変動によるリスクと新たな競合によるリスクである。同社は貴金属を扱っている関係で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が発生したが、発生原因は予想外の相場変動と、外部に加工を依頼する際の販売し買い取るという特殊な商流にあった。貴金属を扱ううえで相場変動はある程度仕方ないが、対策として同社は、加工を依頼する際の地金取引について、2018年1月に売買取引から委託加工取引へと切り替えた。

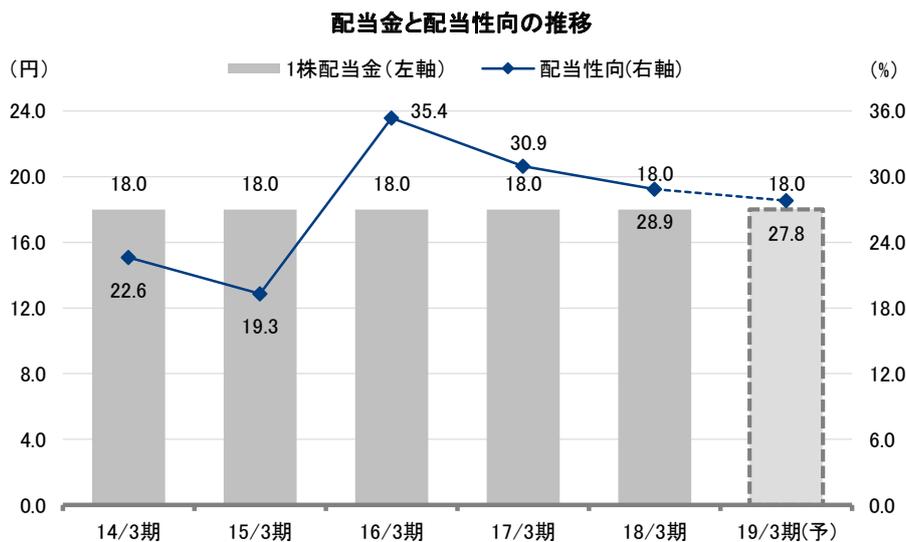
近年増えてきた貴金属リユースや人工ダイヤモンドについても、今後少なからず影響が生じると考えられる。地金は溶かして精錬すれば新品になるので、リユースについてはダイヤモンドや色石のリユースである。同社は国内大手小売にブライダル需要向けフレッシュダイヤモンド（バージンダイヤモンド）を直接納品している。ブライダル客の中古嫌いは強いいため、同社は当面リユースを扱わないことにしている。一方、非常に質の高いジュエリー用人工ダイヤモンドが登場しているが、市場環境の変化や顧客の要望などを見極めながら、将来的に同社が人工ダイヤモンドを扱う余地はあるとも考えている。

■ 株主還元策

中期利益成長による株主還元余地の拡大に期待

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。成長市場へ打って出るための資金は、それなりに必要と一般的では考えられている。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推移し、株主還元の余地が広がっていないことが残念である。このため、当面は利益を伸ばすことに集中し、利益率が改善して ROE が上昇する局面に入ったら、継続的な増配を期待したい。



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、優待価格や優待の方法など、株主にとってより魅力的で利便性の高い制度するなど、株主優待も改善の余地があるかもしれない。

■ 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取っている。

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。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