ホリスティック企業レポート
新日本製薬
4931 東証一部

アップデート・レポート
2021年1月22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 20210119

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

新日本製薬（4931 東証一部）

発行日：2021/1/22

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
21 年 9 月期は新たに立ち上がったスマートヘルスケア事業の動向に注目

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

＞ 要旨

◆ 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。

◆ 20 年 9 月期決算

・20/9 期決算は、売上高 33,728 百万円（前期比 0.5%増）、営業利益 3,329 百万円（同 16.2%増）となった。新型コロナウイルス禍の影響を一部受けたものの、化粧品販売が堅調で増収を確保した。また、マーケティング投資の計画変更やオペレーションコストの効率化により、期初計画を上回る増益となった。

◆ 21 年 9 月期業績予想

・21/9 期業績について、同社は、売上高 35,000 百万円（前期比 3.8%増）、営業利益 3,500 百万円（同 5.1%増）を計画している。
・証券リサーチセンター（以下、当センター）では、21/9 期の業績予想を、売上高 35,117 百万円（前期比 4.1%増）、営業利益 3,577 百万円（同 7.5%増）とした。新商品投入を予定している通信販売、取り扱い店舗数が増加する卸売販売、EC が拡大する海外販売の増収を想定した。また、コスト効率化も進むことで売上高営業利益率も 10.2%まで上昇すると予想した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、22/9 期は前期比 6.8%増収、23/9 期は同 6.5%増収となり、売上高営業利益率は 22/9 期 10.2%、23/9 期 10.3%と 21/9 期と同水準で推移すると予想した。
・新型コロナウイルス禍による負の影響は対応できる範囲に留まるものと確認でき、今後は売上高 400 億円を視野に入れる成長戦略の進捗に焦点が移っていこう。成長戦略の一環で新たに立ち上げたスマートヘルスケア事業での新商品投入も始まり、まずはその動向に注目したい。

【主要指標】

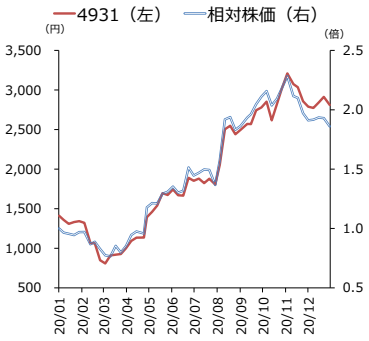
	2021/1/15
株価 （円）	2,810
発行済株式数 （株）	21,855,200
時価総額 （百万円）	61,413

	前期実績	今期予想	来期予想
PER （倍）	28.5	25.9	23.7
PBR （倍）	4.2	3.8	3.4
配当利回り （%）	1.1	1.2	1.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン （%）	-1.1	7.4	114.7
対TOPIX （%）	-3.9	-8.7	94.8

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2020/1/17

【 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)
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	33,728	0.5	3,329	16.2	3,295	16.5	2,122	16.3	98.5	663.0	30.0
2021/9 CE	35,000	3.8	3,500	5.1	3,460	5.0	2,300	8.4	107.4	-	32.5
2021/9 E	35,117	4.1	3,577	7.5	3,536	7.3	2,351	10.8	108.3	736.2	32.5
2022/9 E	37,500	6.8	3,836	7.3	3,876	9.6	2,577	9.6	118.7	822.5	35.0
2023/9 E	39,953	6.5	4,109	7.1	4,148	7.0	2,758	7.0	127.1	914.7	37.5

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

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。

＞ 事業内容

◆ オールインワン基礎化粧品の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って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、海外販売も伸びているため、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										
	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	前期比			売上構成比			
					18/9期	19/9期	20/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期
【チャネル別】											
通信販売	26,826	29,080	30,804	30,875	8.4%	5.9%	0.2%	94.6%	93.2%	91.8%	91.5%
直営店舗販売・卸売販売	1,416	1,703	2,151	2,145	20.2%	26.3%	-0.3%	5.0%	5.5%	6.4%	6.4%
海外販売	124	426	614	707	242.0%	43.9%	15.1%	0.4%	1.4%	1.8%	2.1%
【商品別】											
化粧品	－	27,209	30,575	31,098	－	12.4%	1.7%	－	90.5%	91.1%	92.2%
ヘルスケア商品	－	4,001	2,994	2,630	－	-25.2%	-12.2%	－	9.5%	8.9%	7.8%
合計	28,372	31,210	33,570	33,728	10.0%	7.6%	0.5%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

（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

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。

＞ 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」、「頭髪用化粧品」、「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ものではなく、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の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。

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。

「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 20 年 8 月までに累計 6,000 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[注]となっている。

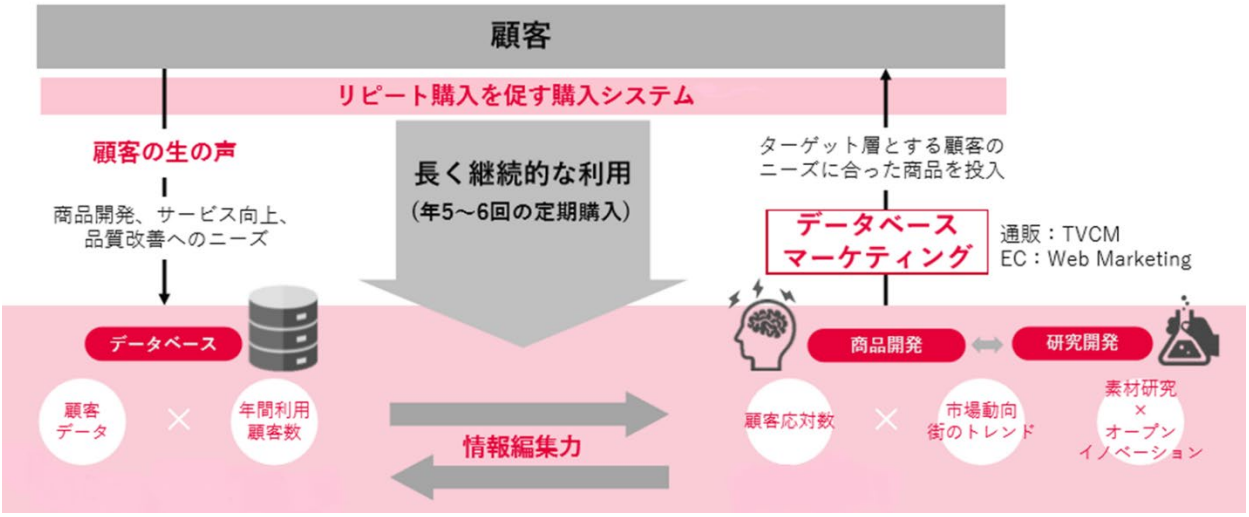
注）SKU
Stock Keeping Unitの略。物流における受発注や在庫管理を行う場合の最小単位。
同じ商品であっても、色の違いやパッケージの違いで区別するため、商品数よりも多くなる。

◆ 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

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。

を拡充していく。19 年 9 月末時点で、480 万人分の顧客データ（EC 含む）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。

利用顧客に対し、コールセンターでは、コミュニケーターと呼ばれるスタッフが月平均 20 万人からの注文や問い合わせ等に応対している。

コールセンター部門は約 190 名の陣容であり、その多くは福岡の本社にい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。

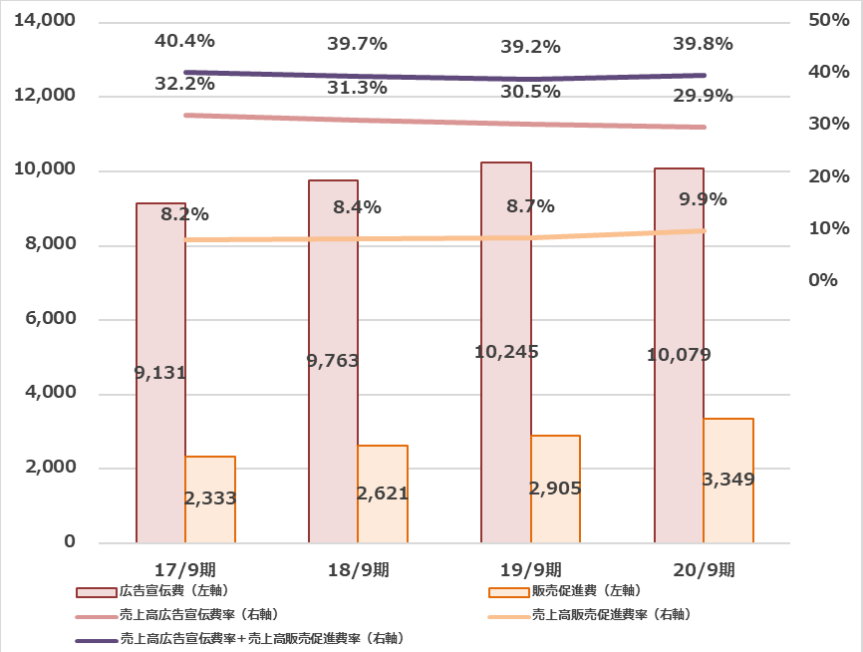
顧客との直接のやり取りを通じて、顧客の要望や潜在需要を吸い上げ、同社の司令塔とも言うべきデータ解析部門での分析を通じて、商品開発や品質改善、サービス向上に役立てていく。その結果、商品力やサービス力が向上していくことになる。

◆ 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約 3 割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、全売上高の約 4 割に達している（図表 3）。

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。

【 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）

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 20/9 期で 10.2%である。ただし、海外販売の約 90%が EC 販売とのことであるため、20/9 期の売上高の 91.5%を占める通信販売の内訳は、コールセンター経由が 9 割強、国内での EC 販売が 1 割弱と推察される。

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、20/9 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

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。

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、20/9期末時点で640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8%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。

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。

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 20/9 期の全社売上に占める割合は 2.1%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。また、20 年 6 月にはベトナムでの販売を開始したが、当面は EC 販売を中心に展開していくとしている。

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。

＞ 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 4 のようにまとめられる。

【 図表 4 】SWOT 分析

強み (Strength)	•「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 - リブランディングに成功した経験 •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 - 「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 - 積極的に広告宣伝費や販売促進費を投入する姿勢 - 製造コストを下げるためのファブレス体制 - 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） •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） •コスト改善意欲の高さ
弱み (Weakness)	•「パーフェクトワン」ブランドへの依存度が高い状況 - 顧客がミドル層以上の女性に偏っている状況 •特定の製造委託先への依存度が高い状況
機会 (Opportunity)	•化粧品の通信販売市場の拡大余地 •スキンケア化粧品の拡大余地 •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 •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 •「パーフェクトワン」のシェアの更なる拡大 •「パーフェクトワン」の継続率の上昇の可能性 •ヘルスケア商品の拡充 - 「パーフェクトワン」からのクロスセルの増加 - 定番化できる商品投入の可能性 •販売チャネルの多様化 - 卸売販売先の店舗の増加 - EC比率の上昇 •海外市場の開拓 •上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	•「パーフェクトワン」の競争力の減退の可能性 - 消費者ニーズの変化 - 継続率の低下の可能性 •競争の激化の可能性 - 新規参入 - 競合他社の商品がリブランディングを実施する可能性 •法的規制が変更される可能性 •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 •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 •製造委託先とのトラブルが発生する可能性 •コストの高騰の可能性（原材料価格　配送コスト　人件費） •必要な人材が集まらない可能性 •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 •新型コロナウイルス禍の影響が長期化する可能性 - 外出機会の減少による化粧品市場全体の縮小の可能性 - 海外での展開が遅延する可能性

（出所）証券リサーチセンター

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。

＞ 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 5 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」の販売を開始したのと同じ年の 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。

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。

【 図表５ 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値（前回）	数値（今回）
関係資本	顧客	・データベースマーケティングにて国内で蓄積されてきた顧客	・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）	520万人（20/9期より自社ECを含む開示に変更） *19/9期は自社ECを含むと480万人
			・年間利用顧客数	156万人（19/9期）	20/9期より開示なし
			・女性比率	約90%（14年10月～18年9月の4年間）	直近の開示はないが大きく変動していない模様
			・年齢層	40歳以上が約95% （14年10月～18年9月の4年間）	直近の開示はないが大きく変動していない模様
			・リピーター比率	約70%	直近の開示はないが大きく変動していない模様
		・海外の顧客	・既進出先	台湾 中国 香港 タイ シンガポール	台湾 中国 香港 タイ シンガポール ベトナム
	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）	6,000万個超（06年5月～20年8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	プロセス	・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本郷研究所の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	コールセンター部門の約190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応対数	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%	8.5%
		・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%	10.2%
		・通信販売以外の販売チャネル	・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）	-----
			・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）	GMSやバラエティショップ、販売代理店等640店
			・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）	16名 別に臨時従業員が年平均53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）	-----
			・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%	12.4%
		・海外展開	・既進出先	台湾 中国 香港 タイ シンガポール	台湾 中国 香港 タイ シンガポール ベトナム
			・海外販売に従事する従業員数	7名	8名
	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月に基礎化粧品の通信販売を開始してから19年経過	00年12月に基礎化粧品の通信販売を開始してから20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）	520万人（20/9期より自社ECを含む開示に変更） *19/9期は自社ECを含むと480万人
			・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	コールセンター部門の約190名
				データ解析専門の部門の存在	-----
		・ブランド戦略	・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	05年5月の「ラフィネ」の開始から15年経過
			・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）	-----
		・システムへの投資	・貸借対照表上のソフトウェア	632百万円（19/9期末）	444百万円
		・開発への投資	・研究開発費	176百万円（19/9期） 97百万円（20/9期上期）	169百万円
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%）	12,219,000株（57.04%） 20年12月の株式売出後は10,731,500株（49.54%）
		・代表取締役社長の存在	・代表取締役社長の入社以来の年数	95年7月より24年経過	95年7月より25年経過
			・代表取締役社長の就任以来の年数	05年12月より14年経過	05年12月より15年経過
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	890,000株（4.12%）	890,000株（4.15%） 20年12月の株式売出後は840,000株（3.88%）
			・代表取締役社長以外の取締役による保有	46,500株（0.22%）（19/9期末）	47,500株（0.22%）
			・役員報酬総額（取締役） *社外取締役、監査等委員は除く	129百万円（3名）	145百万円（4名）
	従業員	・企業風土	・従業員数	単体354名 （19/9期末）	単体330名
			・平均年齢	36.5歳（19/9期末）	36.6歳
			・平均勤続年数	5.9年（19/9期末）	6.4年
		・インセンティブ	・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	224,080株（1.05%）*取締役保有分も含む

（注）KPI の数値は、特に記載がない場合、前回は 20/9 期上期または 20/9 期上期末、今回は 20/9 期または 20/9 期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示。
（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

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。

＞ 決算概要

◆ 20 年 9 月期の利益は期初計画を上回って増益

20/9 期業績は、売上高が 33,728 百万円（前期比 0.5%増）、営業利益が 3,329 百万円（同 16.2%増）、経常利益が 3,295 百万円（同 16.5%増）、当期純利益が 2,122 百万円（同 16.3%増）となった。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 96.4%、営業利益は 105.7%、経常利益は 105.3%、当期純利益は 105.6%であった。

販売チャネル別売上高では、通信販売は前期比 0.2%増、直営店舗販売・卸売販売は同 0.3%減、海外販売は同 15.1%増となった。

通信販売は、新型コロナウイルス禍の中で広告を出稿しても反応が鈍くなるという判断のもと、第 3 四半期以降は広告宣伝費を抑制したために電話通販は減少した。その分を、外出自粛期間中を中心に好調だった国内 EC がカバーした。直営店舗販売・卸売販売は、取扱店舗数は増加したものの、新型コロナウイルス禍に伴う店舗の休業や外出自粛による客数減により微減となった。海外販売は、その大半を占める EC 販売が好調で大幅増となった。

商品別売上高では、化粧品は前期比 1.7%増、ヘルスケア商品は同 12.2%減となった。化粧品は、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」が堅調だった。一方、ヘルスケア商品は新規顧客開拓のためのマーケティングを見送っていたため、二桁減収となった。

返品調整引当金繰入額を控除した差引売上総利益率は、前期比 0.5%ポイント低下の 84.9%となった。利益率の高い化粧品の売上構成比の上昇はあったものの、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ことが要因である。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前期比 2.0%減となり、売上高販管費率は同 1.9%ポイント低下の 85.0%となった。マーケティングコスト（広告宣伝費と販売促進費の合計）は販売促進費の増加によって同 2.1%増となったものの、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効率化やその他販管費の節減による効果が上回った。なお、マーケティングコストの対売上高比率は同 0.6%ポイント上昇の 39.8%（図表 2）、フルフィルメントコストの対売上高比率は同 1.2%ポイント低下の 12.4%となった。

以上の結果、売上高営業利益率は前期比 1.4%ポイント改善の 9.9%となった。

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。

＞ 最近の変化

◆ 成長戦略の確認

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。

既に「定番商品」となっている「パーフェクトワン」は、更なる定番化を進めて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。

一方、「パーフェクトワン」のユーザーには 40 歳以上の女性が多く、また、販売の中心がコールセンター経由という特徴がある。顧客や販売チャネルの分散を図るためにも、同社は、顧客や販売チャネルの多様化とセットで新たな定番商品の確立を目指している

◆ スマートヘルスケア事業の立ち上げ

新たな定番商品の確立を目指して、同社が立ち上げたのがスマートヘルスケア事業である。

スマートヘルスケア事業は、「Evidence（ドクター監修による確かな品質の商品）」「Lifestyle（自律的でスマートな価値観と行動）」「SmartTech（身体と効果の見える化）」をコンセプトとして、ミニマムライフ世代（20～30 代の女性層）をターゲットとして展開を図るとしている。ターゲット顧客層のライフスタイルを踏まえ、EC を中心に展開していく。

また、新たなユーザーを獲得していくという方針のもと、既存の化粧品販売の顧客データベースを用いたクロスセルは当面考えていないとのことである。

スマートヘルスケア事業の第一弾として、20 年 10 月に、強く美しい身体づくりのための「美活プロテイン」の販売を開始した。EC 経由での販売となる。また、第二弾として、21 年 1 月に入って乳酸菌と小麦胚芽由来成分を配合した自己防衛力を高める「BODY AURA（ボディーオーラ）」の販売を開始したが、こちらは EC 経由のほか、ドラッグストアでの販売も行っていくとしている。

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。

◆ 東証一部への上場市場変更と株式の売り出し

20 年 12 月 15 日をもって、同社の株式の上場市場が東京証券取引所マザーズ市場から市場第一部に変更となった。

上場市場変更とタイミングを一にして、株式の売り出しと第三者割当による新株式発行を実施した。売り出しは創業家家族及び代表取締役社長の持分の一部から行われたが、大株主の順位に大きな変化はない（図表 6）。

【 図表 6 】株式売り出しによる変動

株主	20年9月末時点			20年12月の株式売り出し後			備考
	株数（株）	割合	順位	株数（株）	割合	順位	
山田 英二郎	5,405,000	25.23%	1	4,530,000	20.91%	1	創業者　元代表取締役　山田恵美氏の夫 20年12月に875,000株の売り出し
山田 恵美	3,760,000	17.55%	2	3,147,500	14.53%	2	元代表取締役　山田英次郎氏の妻 20年12月に612,500株の売り出し
株式会社ラプリス	3,054,000	14.26%	3	3,054,000	14.10%	3	
公益財団法人新日本先進医療研究財団	2,186,000	10.20%	4	1,923,500	8.88%	4	山田英二郎氏が理事（前理事長）を務める財団法人 20年12月に262,500株の売り出し
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	1,473,200	6.88%	5	1,473,200	6.80%	5	
後藤 孝洋	890,000	4.15%	6	840,000	3.88%	6	代表取締役社長　20年12月に50,000株の売り出し
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN（CASHPB）	435,000	2.03%	7	435,000	2.01%	7	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	389,600	1.82%	8	389,600	1.80%	8	
QUINTET PRIVATE BANK（EUROPE）S.A.107704	246,600	1.15%	9	246,600	1.14%	9	
BNY GCN CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG（FF-AC）	197,700	0.92%	10	197,700	0.91%	10	
（大株主上位10名）	18,037,100	84.20%	-	16,237,100	74.95%	-	
（新株予約権による潜在株式数）	224,080	1.05%	-	221,790	1.02%	-	
発行済株式総数（自己株式数含まず）	21,421,200	100.00%	-	21,665,100	100.00%	-	
発行済株式総数（自己株式数含む）	21,611,300	–	-	21,855,200	–	-	
参考：自己株式数 *割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合	190,100	0.88%	-	190,100	0.00%	-	21年1月22日予定の6,927株の処分による変動は含めていない

（出所）新日本製薬有価証券報告書、プレスリリースより証券リサーチセンター作成
（注）割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合
売り出しを行っていない株主の株数は便宜上 20 年 9 月末時点の株数を据え置いている

＞ 今後の業績見通し

◆ 21 年 9 月期会社計画

21/9 期について、同社は、売上高 35,000 百万円（前期比 3.8%増）、営業利益 3,500 百万円（同 5.1%増）、経常利益 3,460 百万円（同 5.0%増）、当期純利益 2,300 百万円（同 8.4%増）と計画している（図表 7）。

販売チャネル別売上高では、通信販売は前期比 1.1%増、直営店舗販

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。

売・卸売販売は同 32.2%増、海外販売は同 34.3%増を計画している。通信販売は、化粧品の新商品投入に合わせ、同 7.6%増の広告宣伝費の増加を通じて利用顧客を増やし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、取扱店舗数の増加によって卸売販売チャネル中心の増収を目指している。海外販売は EC 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 4.6%増、ヘルスケア商品は同 6.4%減を計画している。ヘルスケア商品は減収を見込んでいるが、新たに立ち上げたスマートヘルスケア事業での新商品投入により、計画以上の成長を目指すとしている。

費用面では、広告宣伝費を前期比 7.6%増、フルフィルメントコストを同 2.0%減、コールセンターコストを同 7.5%増で計画している。21/9 期の売上高営業利益率は、同 0.1%ポイント上昇の 10.0%になると同社は予想している。

1 株当たり配当金は、20/9 期の 30.0 円に対し、21/9 期は 32.5 円（期末配当のみ）を計画している。配当性向は、20/9 期の 30.5%とほぼ同水準の 30.3%になる計画である。

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。

【 図表 7 】新日本製薬の 21 年 9 月期の業績計画

（単位：百万円）

	17/9期 実績	18/9期 実績	19/9期 実績	20/9期 実績	21/9期 会社計画	21/9期 前期比
売上高	28,372	31,210	33,570	33,728	35,000	3.8%
【チャネル別】						
通信販売	26,826	29,080	30,804	30,875	31,213	1.1%
直営店舗販売・卸売販売	1,416	1,703	2,151	2,145	2,836	32.2%
海外販売	124	426	614	707	950	34.3%
（国内外EC売上高）	-	2,490	2,816	3,444	4,477	30.0%
【商品カテゴリー別】						
化粧品	-	27,209	30,575	31,098	32,539	4.6%
ヘルスケア商品	-	4,001	2,994	2,630	2,460	-6.4%
差引売上総利益	24,118	26,579	28,674	28,622	-	-
売上総利益率	85.0%	85.2%	85.4%	84.9%	-	-
営業利益	2,151	2,493	2,864	3,329	3,500	5.1%
売上高営業利益率	7.6%	8.0%	8.5%	9.9%	10.0%	-
経常利益	2,275	2,499	2,828	3,295	3,460	5.0%
売上高経常利益率	8.0%	8.0%	8.4%	9.8%	9.9%	-
当期純利益	1,477	1,751	1,824	2,122	2,300	8.4%
売上高当期純利益率	5.2%	5.6%	5.4%	6.3%	6.6%	-

（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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 21 年 9 月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では 21/9 期以降の業績予想を見直すとともに、23/9 期の業績予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の 21/9 期業績について、売上高 35,117 百万円（前期比 4.1%増）、営業利益 3,577 百万円（同 7.5%増）、経常利益 3,536 百万円（同 7.3%増）、当期純利益 2,351 百万円（同 10.8%増）とし、売上高、利益とも会社計画を若干上回る水準を予想した（図表 8）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 売上高は販売チャネル別に予想した。前回までは、年間利用顧客数と利用顧客 1 人当たり売上高を用いて予想していたが、今回より年間利用顧客数が開示されなくなったため、通信販売の売上高は、EC の顧客を含む顧客データ数と、顧客データ数 1 件当たり売上高から予想することとした。

21/9 期末の顧客データ数は会社計画と同じ 560 万人とし、顧客データ数 1 件当たり売上高は 19/9 期 6,418 円、20/9 期 5,938 円に対し、21/9 期は 5,600 円になるものとした（会社計画では 5.574 円）。低下するのは、顧客データが増加する

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。

につれて顧客データに対する利用顧客の割合が低下する傾向があることと、EC の拡販により低単価の商品の割合が増えることを想定したためである。この結果、通信販売の売上高は前期比 4.1%増の 31,360 百万円、売上構成比は同 2.2%ポイント低下の 89.3%と予想した（会社計画は 31,213 百万円、89.2%）。

(2) 直営店舗販売・卸売販売は前期比 31.6%増の 2,822 百万円、売上構成比は同 1.6%ポイント上昇の 8.0%と予想した（会社計画は 2,836 百万円、8.1%）。直営店舗の数は変わらず、卸売販売先の店舗数の増加を見込んだ。

(3) 海外販売は前期比 32.3%増の 935 百万円とした（会社計画は 950 百万円、2.7%）。売上高の大半を占める EC 販売の増加を想定した。

(4) 差引売上総利益率は前期比 0.2%ポイント低下の 84.7%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することを見込んだ。

(5) 販管費は、20/9 期の 25,293 百万円に対し、21/9 期は 20/9 期に抑制された広告宣伝費の増加等を織り込み 26,167 百万円と 874 百万円増加すると予想したが、売上高販管費率は増収効果により前期比 0.5%ポイント低下の 74.5%となるものとした。

(6) 以上から、21/9 期の売上高営業利益率は前期比 0.3%ポイント改善の 10.2%と予想した（会社計画は 10.0%）。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 22 年 9 月期以降

22/9 期以降の業績について、22/9 期は前期比 6.8%増収、23/9 期は同 6.5%の増収と予想した。通信販売は年 5%前後の増収が続くが、直営店舗販売・卸売販売は年 15%～17%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でほぼ相殺され、売上高営業利益率は 22/9 期 10.3%、23/9 期 10.4%へと緩やかに上昇していくものと予想した。

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。

【 図表８ 】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）

	18/9期単	19/9期単	20/9期単	21/9期単CE	21/9期単E（今回）	21/9期単E（前回）	22/9期単E（今回）	22/9期単E（前回）	23/9期単E
損益計算書									
売上高	31,210	33,570	33,728	35,000	35,117	37,987	37,500	40,829	39,953
前期比	10.0%	7.6%	0.5%	3.8%	4.1%	8.7%	6.8%	7.5%	6.5%
【チャネル別】									
通信販売	29,080	30,804	30,875	31,213	31,360	33,922	33,000	35,929	34,560
前期比	8.4%	5.9%	0.2%	1.1%	1.6%	6.9%	5.2%	5.9%	4.7%
売上構成比	93.2%	91.8%	91.5%	89.2%	89.3%	89.3%	88.0%	88.0%	86.5%
直営店舗販売・卸売販売	1,703	2,151	2,145	2,836	2,822	3,053	3,300	3,592	3,801
前期比	20.2%	26.3%	-0.3%	32.2%	31.6%	25.0%	16.9%	17.7%	15.2%
売上構成比	5.5%	6.4%	6.4%	8.1%	8.0%	8.0%	8.8%	8.8%	9.5%
海外販売	426	614	707	950	935	1,011	1,200	1,306	1,592
前期比	242.0%	44.1%	15.1%	34.3%	32.3%	31.1%	28.3%	29.2%	32.7%
売上構成比	1.4%	1.8%	2.1%	2.7%	2.7%	2.7%	3.2%	3.2%	4.0%
【商品別】									
化粧品	27,209	30,575	31,098	32,539	32,659	35,138	34,500	37,562	36,357
前期比	-	12.4%	1.7%	4.6%	5.0%	8.1%	5.6%	6.9%	5.4%
売上構成比	87.2%	91.1%	92.2%	93.0%	93.0%	92.5%	92.0%	92.0%	91.0%
ヘルスケア商品	4,001	2,994	2,630	2,460	2,458	2,849	3,000	3,266	3,595
前期比	-	-25.2%	-12.2%	-6.4%	-6.5%	16.5%	22.0%	14.6%	19.9%
売上構成比	12.8%	8.9%	7.8%	7.0%	7.0%	7.5%	8.0%	8.0%	9.0%
差引売上総利益	26,579	28,674	28,622	-	29,744	32,213	31,687	34,541	33,681
前期比	10.2%	7.9%	-0.2%	-	3.9%	8.6%	6.5%	7.2%	6.3%
売上総利益率	85.2%	85.4%	84.9%	-	84.7%	84.8%	84.5%	84.6%	84.3%
販売費及び一般管理費	24,085	25,809	25,293	-	26,167	28,648	27,850	30,613	29,571
売上高販管費率	77.2%	76.9%	75.0%	-	74.5%	75.4%	74.3%	75.0%	74.0%
営業利益	2,493	2,864	3,329	3,500	3,577	3,564	3,836	3,928	4,109
前期比	15.9%	14.9%	16.2%	5.1%	7.5%	14.9%	7.3%	10.2%	7.1%
売上高営業利益率	8.0%	8.5%	9.9%	10.0%	10.2%	9.4%	10.2%	9.6%	10.3%
経常利益	2,499	2,828	3,295	3,460	3,536	3,592	3,876	3,956	4,148
前期比	9.8%	13.2%	16.5%	5.0%	7.3%	15.5%	9.6%	10.1%	7.0%
売上高経常利益率	8.0%	8.4%	9.8%	9.9%	10.1%	9.5%	10.3%	9.7%	10.4%
当期純利益	1,751	1,824	2,122	2,300	2,351	2,320	2,577	2,555	2,758
前期比	18.6%	4.2%	16.3%	8.4%	10.8%	15.6%	9.6%	10.1%	7.0%
売上高当期純利益率	5.6%	5.4%	6.3%	6.6%	6.7%	6.1%	6.9%	6.3%	6.9%

（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報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

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。

【 図表９ 】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）

	18/9期単	19/9期単	20/9期単	21/9期単CE	21/9期単E（今回）	21/9期単E（前回）	22/9期単E（今回）	22/9期単E（前回）	23/9期単E
貸借対照表									
現金及び預金	2,954	10,576	12,271	－	14,035	13,656	15,977	15,358	17,985
売掛金	2,099	2,913	2,607	－	2,704	3,039	2,887	3,266	3,076
商品	829	964	1,058	－	1,106	1,120	1,181	1,224	1,258
その他	212	240	275	－	275	240	275	240	275
流動資産	6,094	14,693	16,211	－	18,120	18,056	20,321	20,089	22,595
有形固定資産	2,115	2,140	2,297	－	2,236	2,336	2,178	2,376	2,120
無形固定資産	761	653	470	－	387	602	237	577	137
投資その他の資産	520	1,088	975	－	975	1,102	975	1,102	975
固定資産	3,397	3,882	3,744	－	3,598	4,040	3,390	4,055	3,232
資産合計	9,491	18,575	19,956	－	21,718	22,096	23,711	24,144	25,827
買掛金	360	416	509	－	526	474	562	510	599
短期借入金	－	－	－	－	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	175	173	173	－	173	173	170	170	175
未払金	2,337	2,297	2,342	－	2,458	2,659	2,625	2,858	2,796
未払法人税等	318	848	631	－	710	890	779	980	833
賞与引当金	169	201	189	－	200	220	210	230	220
ポイント引当金	237	264	173	－	175	303	187	326	199
その他	308	345	457	－	457	345	457	345	457
流動負債	3,904	4,544	4,474	－	4,701	5,066	4,991	5,420	5,281
長期借入金	1,109	936	762	－	589	590	419	420	244
その他	285	336	452	－	452	336	452	336	452
固定負債	1,394	1,272	1,214	－	1,041	926	871	756	696
純資産合計	4,191	12,758	14,267	－	15,976	16,103	17,849	17,968	19,850
(自己資本)	4,135	12,758	14,202	－	15,911	16,082	17,784	17,947	19,785
(新株予約権)	－	－	65	－	65	21	65	21	65
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	2,491	2,822	3,180	－	3,536	3,592	3,876	3,956	4,148
減価償却費	359	482	465	－	463	407	458	405	458
売上債権の増減額（－は増加）	-304	-814	306	－	-97	-243	-183	-227	-188
棚卸資産の増減額（－は増加）	-120	-162	-130	－	-48	-107	-75	-104	-77
仕入債務の増減額（－は減少）	-9	55	93	－	17	38	35	35	36
未払金の増減額（－は減少）	196	19	20	－	116	213	166	198	171
法人税等の支払額・還付額	-1,004	-627	-1,266	－	-1,104	-1,151	-1,230	-1,310	-1,335
その他	-194	217	252	－	13	34	21	32	22
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,415	1,992	2,920	－	2,896	2,782	3,069	2,986	3,236
有形固定資産の取得による支出	-341	-268	-268	－	-150	-220	-150	-220	-150
有形固定資産の売却による収入	－	－	－	－	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-242	-176	-80	－	-167	-200	-100	-200	-150
無形固定資産の売却による収入	－	－	－	－	0	0	0	0	0
投資有価証券の買付・売却による収支	-30	-381	-54	－	0	0	0	0	0
その他	193	-117	35	－	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-420	-943	-367	－	-317	-420	-250	-420	-300
短期借入金の増減額（－は減少）	－	－	－	－	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額（－は減少）	-173	-175	-173	－	-173	-173	-173	-173	-170
株式の発行による収入	60	7,096	－	－	0	0	0	0	0
自己株式の取得・処分による収支	－	－	-300	－					
新株予約権の行使による収入	－	－	－	－	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-306	-353	-377	－	-642	-605	-704	-691	-758
その他	－	－	－	－	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-419	6,567	-851	－	-815	-778	-877	-864	-928
現金及び現金同等物に係る換算差額	1	4	-6	－	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	577	7,621	1,695	－	1,764	1,584	1,942	1,701	2,007
現金及び現金同等物の期首残高	2,377	2,954	10,576	－	12,271	12,071	14,035	13,656	15,977
現金及び現金同等物の期末残高	2,954	10,576	12,271	－	14,035	13,656	15,977	15,358	17,985

（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報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

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。

＞ 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 9 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、創業者家族の資産管理会社であるラプリスは 3 位である。創業者家族の保有比率は 20 年 9 月末時点で 57.04%であった。また、20 年 12 月の株式売り出しにより持分が一部売り出され、20 年 12 月末時点の創業者家族の保有比率は 49.54%となっている（図表 6）。創業者家族は現在の同社の経営に直接関与はしていないが、状況によっては、株主総会の承認を必要とする事項について創業者家族の意向が影響を及ぼすことも考えられる。また、創業者家族において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　新型コロナウイルス禍の影響が想定以上の規模になる、又は想定以上に長引く可能性

20/9 期は、新型コロナウイルス禍による業績への影響は大きくなかった。同社は継続利用される「定番商品」を有しており、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。

21 年 1 月現在、第 3 波の感染拡大期を迎え、大都市圏を中心に 2 回目の緊急事態宣言が発出されている。今後の市場動向に目を向けると、外出機会の減少が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 EC を含む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。

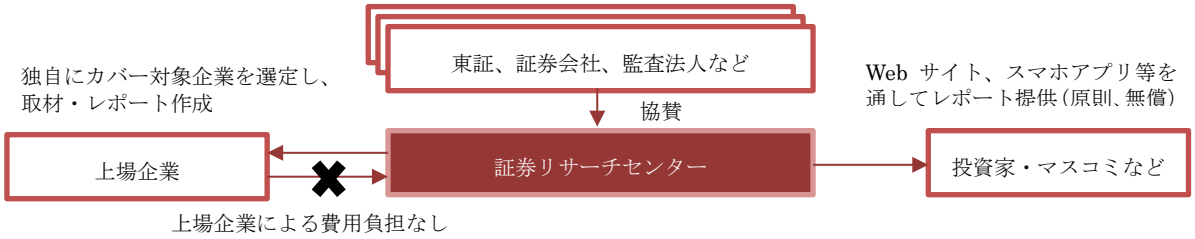
このように、新型コロナウイルス禍による同社の経営や業績への影響について、見通しづらい部分が残されている。

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。

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。
- 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。