

# ホリスティック企業レポート アクシージア

## 4936 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート  
2021年2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 20210219

## 中国 EC 市場の拡大を享受する中・高価格帯製品中心の化粧品会社 21 年 7 月期は中国の EC 市場拡大が成長要因となり増益に転じる見込み

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

### 【 4936 アクシージア 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)
2019/7	3,448	-	1,419	-	1,383	-	903	-	39.6	68.1	0.0
2020/7	4,290	24.4	1,075	-24.2	1,030	-25.5	717	-20.6	31.5	99.3	0.0
2021/7 予	5,172	20.5	1,283	19.3	1,252	21.6	883	23.2	36.6	-	0.0

(注) 1. 連結ベース、純利益は親会社株主に帰属する当期純利益、2021/7期の予想は会社予想  
2. 2019/7期より連結業績開示のため、2019/7期の前期比はなし  
3. 20年10月1日付で1:1,000の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

【 株式情報 】	【 会社基本情報 】	【 その他 】
株価 1,855円 (2021年2月19日)	本店所在地 東京都新宿区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 25,800,000株	設立年月日 2011年12月21日	大和証券
時価総額 47,859百万円	代表者 段 卓	【監査人】
上場初値 2,051円 (2021年2月18日)	従業員数 97人 (2020年12月末)	P w C あらた有限責任監査法人
公募・売出価格 1,450円	事業年度 8月1日～翌年7月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度の末日から3か月以内	

## > 事業内容

### ◆ 中国での EC 販売に軸を置いた化粧品会社

アクシージア(以下、同社)は、スキンケア商品を中心とする化粧品及びサプリメントの企画、製造、販売を行う会社である。中国出身で日本でのビジネス経験が長い代表取締役社長のもと、中国における EC 経由での販売を軸にしたビジネスモデルが構築されている点が最大の特徴である。

同社の事業は化粧品事業の単一セグメントだが、地域と販売チャネルで分けられた事業区分で分類されている(図表 1)。地域別には中国の売上構成比が 20/7 期に 86.0%まで上昇している。中国での売上高を販売チャネル別に見るとEコマースが中心であるが、サロンも急速に拡大している。一方、日本は、新型コロナウイルス禍の影響から売上高が減少し、20/7 期の売上構成比は前期の 31.2%から 10.8%にまで低下している。

【 図表 1 】 事業区分別売上高

事業区分	2019/7期		2020/7期		
	売上高 (百万円)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)
中国	2,250	65.3	3,690	63.9	86.0
サロン	66	1.9	770	1,066.5	18.0
Eコマース	2,165	62.8	2,899	33.9	67.6
リテール	19	0.6	20	9.2	0.5
日本	1,075	31.2	465	-56.8	10.8
サロン	362	10.5	189	-47.6	4.4
リテール	621	18.0	230	-62.9	5.4
その他	92	2.7	44	-51.6	1.0
その他地域	121	3.5	135	10.9	3.2
リテール	56	1.6	40	-29.3	0.9
その他	65	1.9	95	45.9	2.2
合計	3,448	100.0	4,290	24.4	100.0

(出所) 届出目録見書より証券リサーチセンター作成

**◆ 地域別事業区分(1) ~ 中国**

売上構成比の大きい E コマースは、Tmall Global(天猫国際)と RED(小紅書)の両 EC モールに旗艦店を出店して直接販売を行うものと、Taobao(淘宝)の出店者に対する卸販売を行うものがある。

サロンは、主に日本式エステ店やサロン専門店にて業務で使用されるものや消費者に販売されるものである。20年12月末時点において685店舗で取り扱いがある。リテールは、免税店や百貨店や化粧品小売店等で販売されるもので、20年12月末時点で35店舗での取り扱いがあるが、売上高に占める割合は僅少である。サロン及びリテール店舗には卸売業者を通じて販売されている。

**◆ 地域別事業区分(2) ~ 日本**

日本市場での販売チャネルのうち最も大きい売上高を占めるのはリテールであり、インバウンド需要に対応する形で、大手百貨店や化粧品小売店、免税ドラッグストア、空港免税店等の613店舗(20年12月末時点)で販売されている。同社が直接販売する場合と、卸販売をする場合がある。

次に多いのはサロンで、サロンの業務で使用されるものと、サロンにて消費者に販売されるものがある。20年12月末時点において552店舗で取り扱いがある。その他はECモールや自社EC等での直接販売やインターネット通販事業者への卸販売である。

**◆ 地域別事業区分(3) ~ その他地域**

その他地域のリテールには韓国とシンガポールの免税店での販売が、その他には日中を除くアジアの6つの国と地域を含む12カ国でのEC販売または小売店舗での販売が分類されている。取扱店舗数は20年12月末時点で59店舗となっている。

**◆ 製品ラインナップ**

同社の商品は中国市場を念頭に置いて開発され、販売チャネルに合わせた製品ラインナップとなっている(図表2)。

サロン向けには、平均単価10,000円以上の高価格帯ブランド「Le Ciel de L'aube(ルシエル ド ローブ)」を持ち、スキンケア商品を中心とした化粧品のラインナップをそろえている。

ECや小売店舗での販売のために、平均単価5,000円以上の中・高価格帯のブランドをそろえている。エイジングケア、目元ケア、スキンケアといった消費者の需要に応じてシリーズ化している。テーマ性をもったニッチ分野を開拓することに注力している。サロン向けとは異なり、化粧品だけでなくサプリメントのラインナップも用意している。

【 図表 2 】 中国市場での商品ラインナップ

ブランド用途	価格帯	シリーズ	ブランド名	化粧品 (主にスキンケア商品)	サプリメント
サロン専売ブランド	高価格帯 (平均単価10,000円以上)	-	Le Ciel de L'aube (ルシエルトローブ)	✓	-
BtoCブランド	中・高価格帯 (平均単価5,000円以上)	エイジングケアシリーズ	AGtheory (エイジーセオリー)	✓	✓
		目元ケアシリーズ	AXXZIA Beauty Eyes (アクシージア ビューティー アイズ)	✓	✓
		透有感・ツヤシリーズ	-	✓	✓

(出所) 届出目論見書、成長可能性に関する説明資料より証券リサーチセンター作成

注1) NMPA

National Medical Products

Administrationの略。中国市場にて

医療機器、医薬品、医薬品包材、

化粧品、保健食品を販売するのに

必要な審査認可を行う政府機関。

越境ECで中国に輸出される

化粧品にはNMPAの承認の必要

はないが、一般貿易の場合で輸出

される化粧品には承認が必要と

なる。

## ◆ ビジネスモデルの特徴(1) ~ 販売チャネルごとのマーケティング

日本の化粧品を中国へ輸出する場合の制約条件があるため、中国への製品投入は、販売チャネルごとに決められている。サロン専売ブランドは、一般貿易によって輸出されるため、製品ごとにNMPA<sup>注1</sup>の承認が必要となる。同社のサロン専売ブランドの製品はすべてNMPAの承認を取得している。

ECで販売される製品は越境ECでの取り扱いとなるため、NMAPの承認は必要としない。その分参入障壁が低いため、マーケティング等の仕組みが必要となる。同社では、まずREDとTaobaoに育成品として製品を投入し、Taobaoの出店者を囲い込みながら、出店者からのフィードバックを集めて改良を加えていく(ボトムアップマーケティング)。その製品が主力品に育つと、T-Mallに投入するという流れをとっている。T-Mallではイメージ戦略を駆使するなどのブランディングを行うとともに、T Mall Globalと戦略的提携関係にあるため、T-Mallで収集されたビッグデータをマーケティングに活用している(トップダウンマーケティング)。

このように、販売チャネルの特徴を活かしながら、最適な製品投入及びマーケティングを行っている。

## ◆ ビジネスモデルの特徴(2) ~ 製造と開発

同社はファブレスメーカーであり、製品の製造は外部に委託している。製造委託先は化粧品、サプリメントとも国内に複数社あるが、中でもシーエスラボ(東京都豊島区)が最大の委託先で、同社の外注費の75.6%を占めている。なお、製造拠点の分散を図るため、シーエスラボの4工場で同社の製品が製造されている模様である。

一方、製品開発は、中国市場におけるブランド差別化のため、成分構成、容器、外箱まですべて自社企画としている。また、ブランド価値を維持するために、包装、出荷・在庫管理はすべて内製化している。

**> 特色・強み****◆ アクシージアの強み**

同社の特色及び強みとして以下の点が挙げられる。

- (1) 中国 EC 市場の成長を享受できる事業ポートフォリオが構築できている。
- (2) 中国市場に特化した製品開発力及びマーケティング力を持ち、ブランドの差別化ができている。
- (3) 中国 EC 市場でのプレイヤーである T Mall Global や RED のほか、Taobao の出店者との関係が構築できている。
- (4) ハイブランドの製品開発を支える仕組みを強化している。

**> 事業環境****◆ 市場環境 (1) ～ スキンケア市場**

同社の届出目論書見及び成長可能性に関する説明資料によると、中国のスキンケア市場(小売額ベース)は10年以降年平均10.4%のペースで拡大を続け、19年には3兆8,567億円と世界第1位の市場規模となった。19年時点で1兆9,513億円の規模である日本のスキンケア市場の約2倍に相当する。

今後も中国のスキンケア市場は24年まで年平均12.0%のペースでの成長が続くと予想されている。また、同社が注力している高価格帯のハイブランド商品の市場は、同期間、年平均20.4%という全体を上回るペースでの拡大が見込まれている。

**◆ 市場環境 (2) ～ サプリメント市場**

中国のサプリメント市場の規模は19年に2兆5,779億円であり、日本の市場規模は1兆2,249億円であることから、サプリメント市場においても中国は日本の約2倍の市場規模ということになる。

**◆ 競合**

同社の主戦場である中国の化粧品市場において、同社の競合先となりうるのは、資生堂(4911 東証一部)やポーラ・オルビスホールディングス(4927 東証一部)等の日系の大手化粧品会社、または、中国の地場化粧品会社である。

中国に進出している日系化粧品会社は、同社と同様、中・高価格帯の商品を中心に展開しており、同社と競合する商品も存在している。しかし、EC販売が中心の同社に対して、他の日系化粧品会社は、百貨店を中心とした展開を見せており、販売チャンネルに大きな違いが見られる。

一方、地場化粧品会社のうちEC中心で展開している企業もあるが、低価格帯の商品が中心と見られ、日系化粧品会社としての同社のハイブランド商品と直接競合するものは少ないと見られる。

> 業績

◆ 過去の業績推移

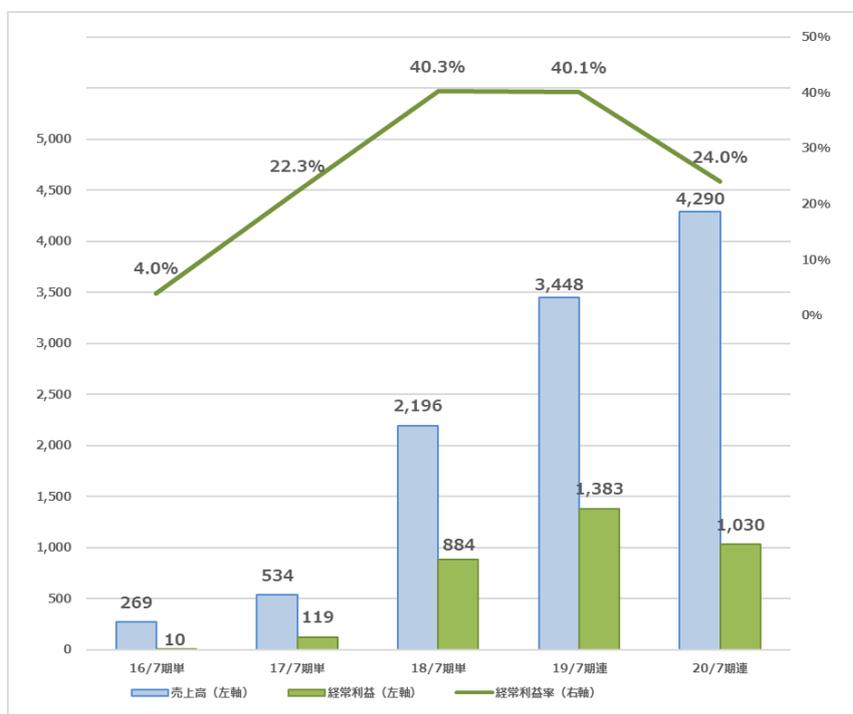
同社は16/7期からの業績を開示している(図表3)。

17/7期までは売上高の多くは日本のサロン向けが中心だったが、中国でのEコマースでの販売に本格参入した18/7期は、ヒット商品もあって大幅増収となった。この時のEコマースはTaobaoでの販売が中心であった。Taobao出店者への卸販売は営業利益率が高いため、大幅増収に伴い、18/7期の売上高営業利益率は40.3%まで一気に上昇した。

18年4月にXiaozi Cosmetic (Shanghai) Inc.(以下、上海子会社)を、18年5月にAXXZIA (Hong Kong) International Limitedを設立し、19/7期から連結業績の開示を開始した。連結子会社の設立で中国での本格展開が加速し、中国のEコマースの中心は、自社の旗艦店における直接販売に移っていった。卸販売と直接販売とを比較すると、売上総利益率は直接販売の方が高いものの、集客やマーケティングのために同社が広告宣伝費等の費用をかける必要があり、売上高営業利益率では直接販売の方が低くなる。そのため、自社の旗艦店の販売が大きく増加した20/7期は、広告宣伝費等の増加により、売上高経常利益率は24.0%まで一気に低下した。

【図表3】業績推移

(単位:百万円)



(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

**◆ 20年7月期決算**

20/7期は、売上高4,290百万円(前期比24.4%増)、営業利益1,075百万円(同24.2%減)、経常利益1,030百万円(同25.5%減)、親会社株主に帰属する当期純利益717百万円(同20.6%減)となった。

地域別売上高は、中国が前期比63.9%増、日本が同56.8%減、その他地域が同10.9%増となり、中国での伸びが全体の増収を牽引した。中国での売上高の6割超を占めるEコマース売上高が、T-Mallでの旗艦店での直接販売が牽引して同33.9%増となったほか、上海子会社が本格稼働したことでサロンでの販売も同11.7倍と急増した。一方、日本は新型コロナウイルス禍の影響による外出自粛とインバウンド需要の消失により、すべての販売チャネルにおいて減収となった。

売上総利益率は前期比2.7%ポイント上昇の70.8%となった。中国のEコマースにおいて、売上総利益率が高い直接販売が増加したことが主な要因である。一方、直接販売では自社で広告宣伝やマーケティングを行う必要があるために広告宣伝費が増加し、また、ショッピングモールへの支払手数料も発生する。そのため、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同111.5%増と大幅に増加した。売上高販管費率は同18.8%ポイント上昇の45.7%となり、売上高営業利益率は前期比16.1%ポイント低下の25.1%となった。

**◆ 21年7月期第1四半期決算**

21/7期第1四半期の業績は、売上高1,225百万円、営業利益305百万円、経常利益309百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益209百万円であった。21/7期通期の会社計画に対する進捗率は売上高で23.7%、営業利益で23.8%となっている。

事業別売上高の詳細の開示はないが、新型コロナウイルス感染者の減少を受けての中国市場での需要回復が全体を牽引する流れが続いているものと推察される。

費用と利益の構造は20/7期とほぼ変わらず、売上総利益率は20/7期と同じ70.8%、売上高販管費率は20/7期より0.2%ポイント上昇の45.9%となり、売上高営業利益率は20/7期より0.2%ポイント低い24.9%となった。

**◆ 21年7月期会社計画**

21/7期の会社計画は、売上高5,172百万円(前期比20.5%増)、営業利益1,283百万円(同19.3%増)、経常利益1,252百万円(同21.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益883百万円(同23.2%増)である。

事業別売上高の数値はすべてが詳細に開示されているわけではないが、地

域別に見た中国は前期比24.5%の増収を見込み、売上構成比は同2.8%ポイント上昇の88.8%と計画している。中国における製品別売上高は、サプリメントが同48.9%増のほか、化粧品ではアイケア同115.0%増、フェイスマスク同7.0%増、乳液・クリーム同21.0%増、洗顔同25.0%増、サンケア同22.0%増を計画している。一方、日本はインバウンド需要の回復を21年3月以降と前提を置いている。

売上総利益率は、利益率が高い直接販売の増加を見込んでいるため、前期比1.6%ポイント上昇の72.4%を予定している。同時に、直接販売の増加に伴い広告宣伝費、支払手数料、荷造運賃が増加することで販管費は同25.5%増となり、売上高販管費率は同1.9%ポイント上昇の47.6%を計画している。これらの結果、21/7期の売上高営業利益率は同0.3%ポイント低下の24.8%と同社は見込んでいる。

#### ◆ 成長戦略

同社は、引き続き、中国のEC市場での拡大を成長戦略の軸に据えている。その上で、以下の3点に取り組んでいくとしている。

- (1) ブランド認知度の向上
- (2) 製品開発におけるニッチ市場の開拓
- (3) 製品開発サイクルの短縮化とそのための自社工場の設立

このうち、特筆すべきは自社工場の設立である。既に静岡県駿東郡小山町に工場建設用地を取得しており、今回の上場時の調達資金を自社工場の設立に使う予定にしている。これは単純な内製化という話ではなく、自社工場は研究開発型、少量多品種スピード生産型と位置づけており、量産品生産を行う製造委託と使い分けていく計画である。これにより、原価改善のほか、製品開発のスピードアップを図っていく方針である。

### > 経営課題/リスク

#### ◆ 中国からの売上高が大半を占める状況に伴うリスク

同社の売上高の大半が中国市場によるものであり、中国で事業活動を行う上で、関係当局による各種法制度や政策の急な変更、外国資本優遇措置の見直し、反日感情の変化といったリスクが存在する。

また、中国での販売はアリババグループのプラットフォーム上で行われているため、アリババグループの運営方針の変更や経営状況の変化の影響を受ける可能性もある。

#### ◆ 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、製品の製造は全て外部に委託している。製造委託先のうち、シーエスラボが同社外注費の75.6%と高い割合を占めている。自社工場設立の計画はあるが、自社工場が本格稼

働するまでにはまだ時間を要する。それまでに、万が一、契約が解消されてしまう場合や、天災等によりシーエスラボ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、シーエスラボ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。

#### ◆ ブランド毀損のリスク

同社は日系化粧品会社として、中国においてハイブランド製品を投入しており、ブランド価値の維持、向上が同社の競争力を左右する。何かしらの事情でブランド価値が毀損する場合、販売の減少等を通じて同社の業績悪化につながる可能性がある。

#### ◆ 新型コロナウイルス感染症の感染拡大によるリスク

中国においては感染者数が減少傾向にあり、化粧品に対する需要は回復傾向にある。一方、日本においては21年2月現在、10都府県で緊急事態宣言が発出されている最中である。同社では日本での需要回復は21年3月以降と見ているが、今後の新型コロナウイルス感染症の感染拡大の状況によっては、今後の需要回復の度合いやペースに影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 為替リスク

同社の売上高の大半が中国からもたらされているため、為替変動の影響を受ける。

#### ◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

【 図表 4 】 財務諸表

損益計算書	2019/7		2020/7		2021/7 1Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	3,448	100.0	4,290	100.0	1,225	100.0
売上原価	1,101	31.9	1,252	29.2	357	29.2
売上総利益	2,347	68.1	3,037	70.8	868	70.8
販売費及び一般管理費	927	26.9	1,961	45.7	562	45.9
営業利益	1,419	41.2	1,075	25.1	305	24.9
営業外収益	8	-	3	-	4	-
営業外費用	45	-	49	-	0	-
経常利益	1,383	40.1	1,030	24.0	309	25.2
税引前当期純利益	1,383	40.1	1,032	24.1	309	25.2
親会社株主に帰属する当期純利益	903	26.2	717	16.7	209	17.1

貸借対照表	2019/7		2020/7		2021/7 1Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,040	84.3	2,454	84.9	2,671	85.3
現金及び預金	976	40.3	924	32.0	974	31.1
売上債権	489	20.2	310	10.7	371	11.8
棚卸資産	513	21.2	1,018	35.2	1,118	35.7
固定資産	379	15.7	436	15.1	461	14.7
有形固定資産	287	11.9	296	10.2	294	9.4
無形固定資産	6	0.3	38	1.3	49	1.6
投資その他の資産	86	3.6	102	3.5	117	3.7
総資産	2,420	100.0	2,891	100.0	3,133	100.0
流動負債	712	29.4	470	16.3	496	15.8
買入債務	116	4.8	256	8.9	168	5.4
固定負債	156	6.4	156	5.4	153	4.9
純資産	1,552	64.1	2,264	78.3	2,483	79.3
自己資本	1,552	64.1	2,264	78.3	2,483	79.3

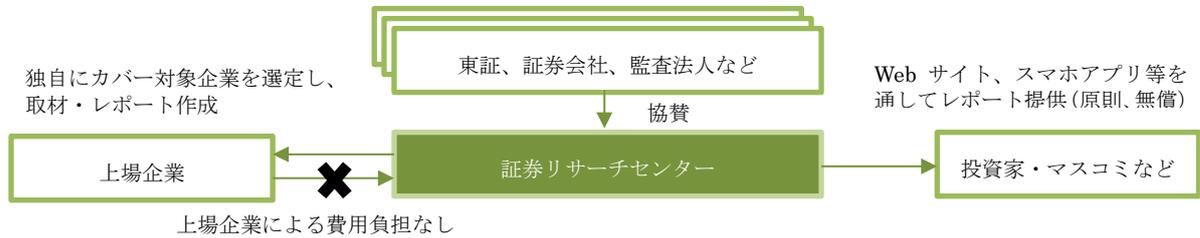
キャッシュ・フロー計算書	2019/7	2020/7
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	749	161
減価償却費	10	27
投資キャッシュ・フロー	-317	-90
財務キャッシュ・フロー	246	-105
配当金の支払額	-	-
現金及び現金同等物の増減額	663	-51
現金及び現金同等物の期末残高	976	924

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

## 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ない、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。