

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

2022年2月10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 20220208

新日本製薬(4931 東証一部)

発行日: 2022/2/10

**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
中長期の成長を見据えた積極投資による費用増のため利益成長を我慢する局面**

> 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。

◆ 21年9月期決算

・21/9期決算は、売上高33,899百万円(前期比0.5%増)、営業利益3,424百万円(同2.8%増)となった(前期比は20/9期単体業績との比較)。増収増益となったものの、広告投資の最適化が遅れて伸び悩んだ通信販売や、新型コロナウイルス禍の影響を受けた直営店舗販売・卸売販売が会社計画を下回り、全体でも期初計画を下回った。

◆ 22年9月期業績予想

・22/9期業績について、同社は、売上高37,000百万円(前期比8.1%増)、営業利益3,095百万円(同9.6%減)を計画している(22/9期より新収益認識基準の適用となるが、前期比は新収益認識基準を適用したものととして算出した21/9期業績との比較、以下同じ)。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/9期の業績予想を、売上高37,277百万円(前期比8.9%増)、営業利益3,127百万円(同8.7%減)とした。中期経営計画に沿って積極的に投資をしていく方針を反映させ、売上高営業利益率は8.4%まで低下すると予想した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、23/9期は前期比11.7%増収、24/9期は同11.2%増収、売上高営業利益率は23/9期7.7%、24/9期7.8%と予想した。
・25/9期に売上高500億円、売上高経常利益率8.5%を目標とする中期経営計画では、「パーフェクトワン」のトップシェアの維持と、ヘルスケア商品の事業ポートフォリオの拡充が焦点となる。計画達成に向けての積極投資で22/9期と23/9期までは利益成長が抑えられる見込みで、当面はマーケティング投資やブランド投入等の施策の進捗状況に注目したい。

【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)
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	33,899	0.5	3,424	2.8	3,414	4.0	2,317	9.2	107.5	747.1	32.5
2022/9 CE	37,000	8.1	3,095	-9.6	3,020	-11.5	2,067	-10.8	96.6	-	30.0
2022/9 E	37,277	8.9	3,127	-8.7	3,058	-10.4	2,091	-9.7	97.4	818.4	30.0
2023/9 E	41,631	11.7	3,201	2.3	3,132	2.4	2,142	2.4	99.8	888.2	30.0
2024/9 E	46,307	11.2	3,621	13.2	3,553	13.5	2,430	13.5	113.2	971.5	30.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想 2021/9期より連結業績の開示。2021/9期の前期比は2020/9期単体業績との比較
2022/9期より新収益認識基準を適用。2022/9期の前期比は新収益認識基準で算出した2021/9期業績との比較

アップデート・レポート

2/23

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。

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

【主要指標】

	2022/2/4
株価(円)	1,123
発行済株式数(株)	21,855,200
時価総額(百万円)	24,543

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	10.4	11.5	11.3
PBR(倍)	1.5	1.4	1.3
配当利回り(%)	2.9	2.7	2.7

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	3.7	-9.7	-53.5
対TOPIX(%)	1.8	-9.8	-55.1

【株価チャート】



> 事業内容

◆ オールインワン基礎化粧品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。20/9期までは、直営店舗販売・卸売販売と海外販売の売上構成比が上昇してきたが、21/9期は新型コロナウイルス禍の影響で直営店舗販売・卸売販売の売上構成比が低下した。

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(旧収益認識基準)															
	18/9期単				19/9期単				20/9期単				21/9期単			
					前期比				売上構成比							
	18/9期単	19/9期単	20/9期単	21/9期単	18/9期単	19/9期単	20/9期単	21/9期単	18/9期単	19/9期単	20/9期単	21/9期単				
【チャネル別】																
通信販売	29,080	30,804	30,875	30,930	8.4%	5.9%	0.2%	0.2%	93.2%	91.8%	91.5%	91.2%				
直営店舗販売・卸売販売	1,703	2,151	2,145	2,054	20.2%	26.3%	-0.3%	-4.2%	5.5%	6.4%	6.4%	6.1%				
海外販売	426	614	707	914	242.0%	43.9%	15.1%	29.4%	1.4%	1.8%	2.1%	2.7%				
【商品別】																
化粧品	27,209	30,575	31,098	31,521	-	12.4%	1.7%	1.4%	90.5%	91.1%	92.2%	93.0%				
ヘルスケア商品	4,001	2,994	2,630	2,378	-	-25.2%	-12.2%	-9.6%	9.5%	8.9%	7.8%	7.0%				
合計	31,210	33,570	33,728	33,899	10.0%	7.6%	0.5%	0.5%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%				

(注) 21/9期より連結業績開示。21/9期の前期比は20/9期単体業績との比較

(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

> 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」、「頭髮用化粧品」、「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、モイスタチャークリーム、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。

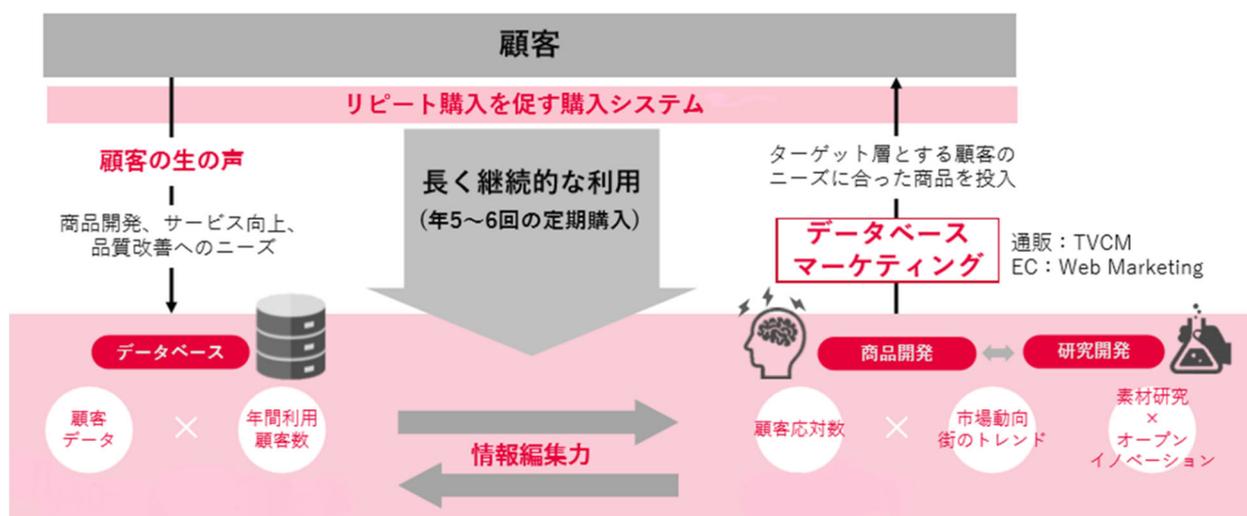
「パーフェクトワン オールインワン美容液ジェルシリーズ」は、発売開始の06年5月から21年5月までに累計6,500万個を販売しており、富士総研の調査によると、国内オールインワンスキンケア市場において5年連続で売上首位となるほどの主力商品になっている。また、同社の化粧品売上の約8割が「パーフェクトワン オールインワン美容液ジェルシリーズ」によるものとなっている。

◆ 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ンネルには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、顧客データベースを拡充していく。20年9月末時点で520万人分の顧客データ(EC含む)が蓄積されている(21年9月末時点の数値の開示はない)。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10%前後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注文や問い合わせ等に対応している。コールセンター部門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。

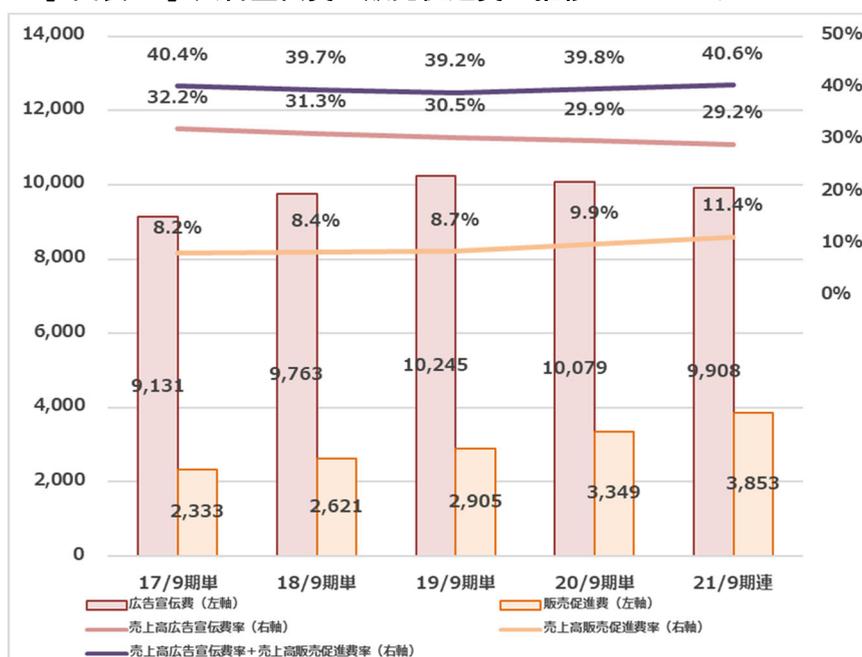
顧客との直接のやり取りを通じて、顧客の要望や潜在需要を吸い上げ、同社の司令塔とも言うべきデータ解析部門での分析を通じて、商品開発や品質改善、サービス向上に役立てていく。その結果、商品力やサービス力が向上していくことになる。

◆ 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)。

【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ンネルも存在する。

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%、21/9 期で 12.1%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、21/9 期の売上高の 91.2%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ンネル (2) : 直営店舗販売と卸売販売

コールセンター経由の通信販売以外の販売チャンネルとして、直営店舗販売と卸売販売がある。全社売上に占める割合は、両者を合わせて、20/9 期で 6.4%、21/9 期で 6.1%である。

直営店舗は、人口分布に合わせて国内に 8 カ所あり、百貨店やショッ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、20/9 期末時点で約 640 店舗、21/9 期第 2 四半期末で約 670 店舗にて取り扱われており、21/9 期末の具体的な数値の開示はないが、増加傾向が続いている。

◆ 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)は最大の委託先である。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すべて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実施の実績がある。

◆ 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）

ヘルスケア商品の全社売上に占める割合は、20/9期で7.8%、21/9期で7.0%と小さいが、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。

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。

また、21年6月にはオーガニックの食用油等を取り扱うフラット・クラフト（福岡県福岡市）を買収し、ヘルス&ビューティー市場への本格参入の姿勢を見せている。

◆ 海外販売

海外販売の全社売上に占める割合は、20/9期で2.1%、21/9期で2.7%である。16年に台湾市場での通信販売を開始し、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。

> 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。中期経営計画の内容を反映させて、「機会」の項に「事業ポートフォリオの拡充」と「新ブランドの投入及び育成」を追加した。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・「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 <ul style="list-style-type: none"> - 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 <ul style="list-style-type: none"> - 「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)	<ul style="list-style-type: none"> ・「パーフェクトワン」ブランドへの依存度が高い状況 <ul style="list-style-type: none"> - 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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 <ul style="list-style-type: none"> - 「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 <ul style="list-style-type: none"> - 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)	<ul style="list-style-type: none"> ・「パーフェクトワン」の競争力の減退の可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 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 <ul style="list-style-type: none"> - 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され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 <ul style="list-style-type: none"> - 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

> 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。

【 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	データベースに蓄積されている累計顧客数	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	21/9期の開示なし	
		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	
	ブランド	海外の顧客	既進出先	台湾 中国 香港 タイ シンガポール ベトナム	-----
		「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 5年連続獲得	-----
	ネットワーク	ファブレスとしての展開	累計販売実績	6,500万個超 (06年5月~21年5月の累計)	-----
			製造委託先の企業数	10社以上	-----
		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	-----
組織資本	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」 「朝イチスッカリ! 青汁サラダプラス」 「新日本製薬の生薬 コクイニンエキス錠 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	-----	
	プロセス	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	具体的な開示はないが以前よりは減少 -----
		ECの深耕	コールセンターでの年間顧客応対数	240万人 (19/9期) 20/9期より開示なし	-----
			データ解析	データ解析専門の部門の存在	-----
		流通販売以外の販売チャネル	EC比率 (国内外のEC売上高の比率)	7.7%	7.6%
	直営店		百貨店やショッピングセンターに11店	百貨店やショッピングセンターに8店	
	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670店	具体的な開示はないが以前より増加	
直営店舗販売・卸売販売に従事する従業員数	単体16名 (20/9期末) 別に臨時従業員が年平均53名 (1日8時間換算)		連結17名 単体14名 別に臨時従業員が年平均44名 (1日8時間換算) (連結、単体同じ)		
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		11.8%	11.6% (旧収益認識基準) 12.5% (新収益認識基準)	
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	データベースに蓄積されている累計顧客数	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	21/9期の開示なし	
		ノウハウを蓄積し続ける体制	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	具体的な開示はないが前回より減少 -----	
	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16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)	-----	
人的資本	経営陣	システムへの投資	444百万円 (20/9期末)	280百万円	
		開発への投資	研究開発費	78百万円	143百万円
		創業者ファミリーの存在	創業者ファミリーによる保有	10,731,500株 (49.10%)	10,658,100株 (48.77%)
	インセンティブ	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25年経過	95年7月より26年経過
		代表取締役社長の就任以来の年数	05年12月より15年経過	05年12月より16年経過	
		代表取締役社長による保有	843,829株 (3.86%)	-----	
		代表取締役社長以外の取締役による保有	47,500株 (0.22%) (20/9期末)	50,598株 (0.23%)	
	従業員	企業風土	役員報酬総額 (取締役) * 社外取締役、監査等委員は除く	145百万円 (4名) (20/9期)	170百万円 (4名) (21/9期)
			従業員数	単体330名 (20/9期末)	連結309名 単体305名
		平均年齢	36.6歳 (単体) (20/9期末)	38.1歳 (単体)	
平均勤続年数		6.4年 (単体) (20/9期末)	7.9年 (単体)		
インセンティブ		従業員持株会	あり	-----	
		ストックオプション	224,080株 (1.03%) *取締役保有分も含む	195,580株 (0.89%) *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21/9期上期または21/9期上期末、今回は21/9期または21/9期末のもの前回と変更しないものは-----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

> 決算概要

◆ 21年9月期は前期比増収増益も期初計画には届かず

21/9 期連結業績(旧収益認識基準)は、売上高が 33,899 百万円(前期比 0.5%増)、営業利益が 3,424 百万円(同 2.8%増)、経常利益が 3,414 百万円(同 4.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益が 2,317 百万円(同 9.2%増)となった。フラット・クラフトの子会社化により第3四半期から連結業績の開示が開始となったため、前期比は 20/9 期単体業績との比較である。

期初の単体会社計画に対する達成率は、売上高は 96.9%、営業利益は 97.8%、経常利益は 98.7%、親会社株主に帰属する当期純利益は 100.7%に留まった。

通信販売は前期比 0.2%増と増収ながら、会社計画を 0.9%下回った。化粧品については、前期末に販売開始の新商品が想定以上に好調で購入単価上昇が見られたものの、広告投資の最適化が遅れて伸び悩んだことに加え、広告投資の抑制があったヘルスケアも計画を下回ったことが影響した。

直営店舗販売・卸売販売は前期比 4.2%減で、会社計画を 27.6%下回った。第2四半期まで、新型コロナウイルス禍に伴う店舗の休業や外出自粛のために卸売販売先の店舗への来客数が減少したことから、卸売販売先の販売が振るわなかったことが響いた。ただ、第3四半期以降は前年同期比で増収に転じるとともに、21年9月からはドラッグストア展開が本格化するなど、施策が動き始めている。

海外販売はその大半を占める中国での EC 販売が好調に推移したために前期比 29.4%増と大幅増収となった。

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 1.0%ポイント低下の 83.9%となった。(1) 前期まで販売費及び一般管理費(以下、販管費)であった販促費用の一部が原価に振り替わった影響、(2) 季節限定品といった原価率がやや高めの商品の売上増、(3) 他の販売チャネルよりも原価率が低い通信販売の売上構成比がわずかながら低下した影響が合わさった。

販管費は前期比 1.0%減となり、売上高販管費率は同 1.2%ポイント低下の 73.8%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)は同 2.5%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が効率化の進展によって同 6.2%減、コールセンターコストが入電数の減少により同 9.4%減となり、販管費の減少に貢献した。なお、対売上高比率は、マーケティングコストが同 0.8%ポイント上昇の 40.6%(図表 3)、フルフィルメントコスト

が同 0.8%ポイント低下の 11.6%、コールセンターコストが同 0.9%ポイント低下の 7.6%となった。

以上の結果、売上高営業利益率は前期比 0.2%ポイント改善の 10.1%となった。

> 最近の変化

◆ 中期経営計画「VISION2025」(1) : 全体像

同社は 21 年 11 月に、22/9 期から 25/9 期までを対象とした中期経営計画「VISION2025」を公表した。30/9 期に売上高 1,000 億円、売上高経常利益率 15%を達成するという長期ビジョンの数値目標までの道のりの前半を示したものであり、25/9 期の数値目標は売上高 500 億円、売上高経常利益率 8.5%を想定している。

既存事業は引き続き成長力強化を図っていくが、オールインワン化粧品市場の競争が激化しているという環境認識のもと、オールインワン化粧品以外の新規事業を創出し、事業ポートフォリオを拡充していく方針である。そのために、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根幹に据えている。

◆ 中期経営計画「VISION2025」(2) : 事業ポートフォリオの拡充

25/9 期の目標売上高 500 億円の内訳は、化粧品 400 億円、ヘルスケア商品 100 億円である。

◆ 成長戦略の確認及び進捗(2) : 化粧品

化粧品の 25/9 期の売上高目標は 400 億円である。事業ポートフォリオは、従来からの「パーフェクトワン」と、新ブランド「パーフェクトワン フォーカス」が中心となる(図表 6)。

- (1) 既に「定番商品」となっている「パーフェクトワン」は、国内オールインワンスキンケア市場でのトップシェアの維持を図っていく。そのために、広告投資の効率化、クッションファンデーションの新商材の拡販、アップセルやクロスセルの強化による LTV^{#1}の引き上げを目指す。

40~50 代のミドル世代については、同社の従来からの強みであるコールセンター経由以外の形態での販売強化のために、EC・デジタル展開の加速を成長戦略の中心に据えている。デジタルマーケティングを強化していく方針だが、22/9 期の期初に予定している「パーフェクトワン」のリブランディングと合わせて、特にミドル世代への拡販を進め

注1) LTV

Life Time Valueの略。「顧客生涯価値」と訳され、1人の顧客が、顧客ライフサイクル(特定の企業やブランドと取引を始めてから終わりまでの期間)内にどれだけの利益をもたらすのかを算出したもの

ていく。

これらより、25/9 期まで年平均 4~5%増の成長により、海外を含めて 25/9 期に 370~380 億円の売上高を目標としている。

- (2) 20~30 代のミニマムライフ世代については、「パーフェクトワン」が訴求しきれていないため、若年層向け新ブランド「パーフェクトワン フォーカス」を展開していく。販売チャネルとして通信販売は想定しておらず、デジタルマーケティングを主体に拡販を進めて EC や店舗での拡販を進めていく。海外展開を含めて、25/9 期 30 億円の売上高を目標としている。
- (3) 海外については、中長期的にはグローバルブランドに向けたブランドの育成を計画している。主に中国が対象市場となるが、25/9 期の売上高目標は「パーフェクトワン」、「パーフェクトワン フォーカス」を合わせて 50 億円としている。

【 図表 6 】 中期経営計画における化粧品の実業ポートフォリオ

	通信販売	EC	店舗	海外
シニア世代 (60代以上)	新領域/ヘアケア	新領域/美容機器	パーフェクトワン 25/9期 370~380億円 (国内330~340億円 海外40億円)	
ミドル世代 (40-50代)				
ミニマム ライフ世代 (20-30代)			パーフェクトワンフォーカス 25/9期 30億円 (国内20億円 海外10億円)	

(注) 国内と海外の内訳は中期経営計画説明資料から推算したもの
(出所) 新日本製薬中期経営計画説明資料に証券リサーチセンター加筆

◆ 成長戦略の確認及び進捗 (3) : ヘルスケア

ヘルスケアについては、同社は、新規事業の立ち上げ、育成を中心に、事業ポートフォリオの拡充を計画している (図表 7)。

「朝イチスッキリ! 青汁サラダプラス」に代表される「Fun and Health」の領域は、機能性表示食品の新規商材の開発と広告投資の拡大、データベースマーケティングの強化を進めていき、ミドル世代にも対象を広げながら、25/9 期に 25 億円レベルの売上高を目指す。

21/9 期に販売を開始した「BODY AURA (ボディーオーラ)」は、強く美しい身体づくりのための「美活プロテイン」や、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ための商品である。ラインナップを拡充しながら、ドラッグストアを軸とした流通チャネルの拡大を進めていく。今後、直営店舗販売・卸売販売での販売店舗数の増加を牽引していく可能性もあり、25/9 期売上高 10 億円レベルを目指していく。

「Wellness Food」の領域は、21/9 期に子会社化したフラット・クラフトのオーガニックの食用油を始め、食領域での新たなライフスタイルの提案を進めていく。データベースマーケティングによる EC 展開を中心に、店舗での拡販も視野に入れている。25/9 期の目標売上高は 20 億円レベルである。

フェムケア^{注2}領域は、女性特有の健康課題をターゲットとした領域で、新規事業の立ち上げを進めていく。25/9 期の目標売上高は 10 億円レベルである。

注2) フェムケア
女性特有の体や健康のケアをする製商品やサービスを指す

スポーツや予防医学の分野を想定した新規領域に関しては、スタートアップ企業やベンチャー企業とのアライアンスを通じた新規事業創出を図っていく。25/9 期の売上高想定は 35 億円レベルだが、条件が合えば M&A も行うとしており、最大 300 億円規模の M&A 投資の可能性も視野に入れている。

【 図表 7 】 中期経営計画におけるヘルスケア商品の事業ポートフォリオ

	通信販売	EC	店舗	海外
シニア世代 (60代以上)	Fun and Health 25/9期 25億円レベル		Wellness Food 25/9期 20億円レベル	
ミドル世代 (40-50代)			BODY AURA 25/9期 10億円レベル	
ミニマム ライフ世代 (20-30代)	新領域(スポーツ・予防医学)及びM&A 25/9期 35億円レベル		フェムケア領域 25/9期 10億円レベル	

(出所) 新日本製薬中期経営計画説明資料に証券リサーチセンター加筆

◆ しばらくは積極的な投資を展開

上述の成長を実現するために、22/9 期から 25/9 期までの 4 年間累計で 860 億円規模 (M&A 投資を最大 300 億円実施すると 1,100 億円規模) の投資を計画している (図表 8)。

【 図表 8 】 中期経営計画における投資額

投資目的	投資の種類	投資の種類	投資額 (22/9期~25/9期累計)
顧客DB拡大	マーケティング投資	「パーフェクトワン」ブランドの効率的顧客獲得 EC及び海外のチャンネル拡大	380億円
DB活性/LTV向上	マーケティング投資	アップセル、クロスセルの強化 流通チャンネル拡大	160億円
ブランド育成、事業開発	新商品開発投資 研究開発投資	ブランド及び新商品開発 新規効能開発	240億円
事業基盤強化	システム投資	DX推進 事業効率化及びセキュリティ強化	20億円
事業領域拡大	M&A投資	商品やブランドの獲得 新たな顧客層の獲得	60億円 (最大300億円)

(出所) 新日本製薬中期経営計画説明資料より証券リサーチセンター作成

マーケティング投資は、広告宣伝費や販売促進費といった販管費が主体である。そのため、売上高経常利益率については、21/9 期実績の10.1%に対して 22/9 期会社計画では 8.2%となった後、23/9 期と 24/9 期は 22/9 期の水準よりさらに低下し、25/9 期に 8.5%まで回復することを同社では想定している。

> 今後の業績見通し

◆ 22 年 9 月期会社計画

22/9 期について、同社は、売上高 37,000 百万円（前期比 8.1%増）、営業利益 3,095 百万円（同 9.6%減）、経常利益 3,020 百万円（同 11.5%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,067 百万円（同 10.8%減）と予想している（図表 8）。22/9 期より新収益認識基準が適用開始となり、22/9 期の前期比は新収益認識基準を適用したのものとして算出した 21/9 期業績との比較である（以下同じ）。

販売チャンネル別売上高では、通信販売は前期比 2.8%増、直営店舗販売・卸売販売は同 71.9%増、海外販売は同 46.5%増を、商品別売上高では、化粧品は同 6.9%増、ヘルスケア商品は同 23.2%増を計画している。

通信販売は、「パーフェクトワン」を中心としたデータベース拡充を図っていく。直営店舗・卸売販売は、ヘルスケア商品を中心に、ドラッグストアを中心とした販売拡大を想定している。海外販売は主に中国での EC の拡販を進めていくとしている。

費用面では、広告宣伝費を前期比 2.6%増、販売促進費を同 31.5%増、フルフィルメントコストを同 3.9%減、コールセンターコストを同 10.4%増で計画している。広告宣伝費と販売促進費を合計した金額は

同 10.7%増となる。これらの結果、22/9 期の売上高営業利益率は、同 1.6%ポイント低下の 8.4%と同社は予想している。

1 株当たり配当金は、21/9 期の 32.5 円に対し、22/9 期は 30.0 円（期末配当のみ）を計画している。配当性向は、21/9 期の 30.2%をやや上回る 31.1%になる計画である。

【 図表 9 】 新日本製薬の 22 年 9 月期の連結業績計画

(単位：百万円)

	旧収益認識基準				新収益認識基準			
	18/9期単	19/9期単	20/9期単	21/9期連	21/9期連	22/9期連		
	実績	実績	実績	実績	実績 新基準	会社計画	前期比 対旧基準	前期比 対新基準
売上高	31,210	33,570	33,728	33,899	34,232	37,000	9.1%	8.1%
【チャネル別】								
通信販売	29,080	30,804	30,875	30,930	31,272	32,143	3.9%	2.8%
直営店舗販売・卸売販売	1,703	2,151	2,145	2,054	2,045	3,516	71.1%	71.9%
海外販売	426	614	707	914	914	1,340	46.5%	46.5%
(国内外EC売上高)	2,490	2,816	3,444	4,117	-	5,399	31.2%	30.0%
【商品カテゴリー別】								
化粧品	27,209	30,575	31,098	31,521	31,840	34,052	8.0%	6.9%
ヘルスクエア商品	4,001	2,994	2,630	2,378	2,392	2,947	23.9%	23.2%
差引売上総利益	26,579	28,674	28,622	28,456	-	-	-	-
売上総利益率	85.2%	85.4%	84.9%	83.9%	-	-	-	-
営業利益	2,493	2,864	3,329	3,424	3,424	3,095	-9.6%	-9.6%
売上高営業利益率	8.0%	8.5%	9.9%	10.1%	10.0%	8.4%	-	-
経常利益	2,499	2,828	3,295	3,414	3,414	3,020	-11.5%	-11.5%
売上高経常利益率	8.0%	8.4%	9.8%	10.1%	10.0%	8.2%	-	-
当期純利益								
親会社株主に帰属する当期純利益	1,751	1,824	2,122	2,317	2,317	2,067	-10.8%	-10.8%
売上高当期純利益率	5.6%	5.4%	6.3%	6.8%	6.8%	5.6%	-	-

(注) 22/9 期より新収益認識基準を適用。22/9 期の前期比は旧収益認識基準での 21/9 期業績との比較（前期比 対旧基準）と、新収益認識基準で算出した 21/9 期業績との比較（前期比 対新基準）を併記

(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

◆ 22 年 9 月期第 1 四半期業績

22/9 期第 1 四半期は、売上高 9,273 百万円（前年同期比 8.1%増）、営業利益 825 百万円（同 0.3%減）、経常利益 831 百万円（同 3.2%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 547 百万円（同 7.3%減）であった（22/9 期から新収益認識基準を適用しており、前年同期比は、単体の前年同期業績を新収益認識基準で計算し直した数値との比較）。通期計画に対する進捗率は、売上高 25.1%、営業利益 26.7%である。

なお、21/9 期に買収したフラット・クラフトの上乗せ効果を除いても売上高は前年同期比 5.6%増であった。

販売チャネル別売上高では、通信販売は前年同期比 6.4%増、直営店舗販売・卸売販売は同 37.3%増、海外販売は同 13.6%増、商品別売上

高では、化粧品は同 5.6%増、ヘルスケア商品は同 42.6%増となった。

同社によると、増収幅は計画以上であり、特に「パーフェクトワン」のクッションファンデーションが新規契約獲得を牽引する形で貢献したほか、「パーフェクトワン フォーカス」のスムースクレンジングバームもコスメ批評誌で最高評価を得るなど認知度拡大が進んでいる。また、ヘルスケア商品でも「BODY AURA」のドラッグストアへの展開が始まっており、直営店舗販売・卸売販売の増収を支えている。また、海外販売も中国の EC 販売を中心とした展開が進んでいる。

通信販売の売上構成比の低下による売上総利益率の低下に加え、販管費の増加が見られた。販管費は、フルフィルメントコストが前年同期比 0.2%減、コールセンターコストが同 1.3%減と抑制された一方、マーケティングコスト（広告宣伝費と販売促進費の合計）が同 12.1%増（広告宣伝費が同 3.3%増、販売促進費が同 37.4%増）となった。

以上の結果、売上高営業利益率は前年同期比 0.8%ポイント低下の 8.9%となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：22年9月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、22/9 期以降の業績予想を修正するとともに、24/9 期の業績予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の 22/9 期業績について、売上高 37,277 百万円（前期比 8.9%増）、営業利益 3,127 百万円（同 8.7%減）、経常利益 3,058 百万円（同 10.4%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,091 百万円（同 9.7%減）と、会社計画を若干上回る水準を予想した（図表 10）。会社計画と同様、前期比は新収益認識基準を適用したのとして算出した 21/9 期業績との比較とした（以下同じ）。

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。主力の通信販売の売上高は、前期比 3.7%増の 32,431 百万円、売上構成比は同 4.4%ポイント低下の 87.0%とした（会社計画は同 2.8%増、同 0.1%ポイント低下の 86.9%）。顧客データ数の増加が増収を支えるものとした。
- (2) 直営店舗販売・卸売販売は前期比 74.4%増の 3,567 百万円、売上構成比は同 3.6%ポイント上昇の 9.6%と予想した（会社計画は同 71.9%増、同 3.5%ポイント上昇の 9.5%）。ドラッグストアとの取引の拡大等を想定した。

- (3) 海外販売は前期比 39.9%増の 1,278 百万円、売上構成比は同 0.7%ポイント上昇の 3.4%と予想した(会社計画は同 23.2%増、同 0.9%ポイント上昇の 3.6%)。主に中国での EC 販売の拡大を想定した。
- (4) 差引売上総利益率は前期比 1.0%ポイント低下の 83.1%と予想した。他の販売チャネルよりも原価率が低い通信販売の売上構成比の低下を考慮した。
- (5) 販管費は前期比 9.8%増の 27,849 百万円、売上高販管費率は同 0.6%ポイント上昇の 74.7%とした。売上高に対する比率は、広告宣伝費と販売促進費の合計が 41.5%(前期比 1.3%ポイント上昇、会社計画は 41.2%)、フルフィルメントコストが 11.1%(同 1.4%ポイント低下、会社計画と同じ)、コールセンターコストが 8.3%(同 0.7%ポイント上昇、会社計画と同じ)とした。
- (6) 以上から、22/9 期の売上高営業利益率は、前期比 1.6%ポイント低下の 8.4%と、会社計画と同じ水準を予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23 年 9 月期以降

23/9 期以降の業績について、23/9 期は前期比 11.7%増収、24/9 期は同 11.2%増収と予想した。通信販売は顧客データベースの拡充と EC 販売の増加によって 23/9 期より年 9%台の増収が続くものとし、直営店舗販売・卸売販売と海外販売はともに年 10~20%台のペースで拡大するものとした。

売上構成比の変化により差引売上総利益率は緩やかに低下していくもの、投資の継続により、売上高販管費率は 22/9 期予想の 74.7%に対して 23/9 期 75.0%、24/9 期 74.6%と 23/9 期がピークになるものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 22/9 期 8.4%に対し、23/9 期 7.7%、24/9 期 7.8%と、23/9 期に底を打つものと予想した。

【 図表 10 】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)

	旧収益認識会計基準				新収益認識基準							
	19/9期単	20/9期単	21/9期連	21/9期連	22/9期連CE	22/9期連E (今回)		22/9期単E (前回)	23/9期連E (今回)	23/9期単E (前回)	24/9期連E	
	前期比	前期比	前期比	前期比	前期比:対旧基準	前期比:対新基準	前期比:対旧基準	前期比:対新基準	前期比:対旧基準	前期比:対新基準	前期比	前期比
損益計算書												
売上高	33,570	33,728	33,899	34,232	37,000	-	37,277	-	37,747	41,631	40,177	46,307
前期比	7.6%	0.5%	0.5%	-	9.1%	8.1%	10.0%	8.9%	6.9%	11.7%	6.4%	11.2%
【チャネル別】												
通信販売	30,804	30,875	30,930	31,272	32,143	-	32,431	-	34,350	35,595	36,160	39,130
前期比	5.9%	0.2%	0.2%	-	3.9%	2.8%	4.9%	3.7%	5.8%	9.8%	5.3%	9.9%
売上構成比	91.8%	91.5%	91.2%	91.4%	86.9%	-	87.0%	-	91.0%	85.5%	90.0%	84.5%
直営店舗販売・卸売販売	2,151	2,145	2,054	2,045	3,516	-	3,567	-	2,164	4,449	2,422	5,282
前期比	26.3%	-0.3%	-4.2%	-	71.1%	71.9%	73.7%	74.4%	16.9%	24.7%	12.0%	18.7%
売上構成比	6.4%	6.4%	6.1%	6.0%	9.5%	-	9.6%	-	5.7%	10.7%	6.0%	11.4%
海外販売	614	707	914	914	1,340	-	1,278	-	1,233	1,587	1,595	1,895
前期比	44.1%	15.1%	29.4%	-	46.5%	46.5%	39.9%	39.9%	26.7%	24.1%	29.3%	19.4%
売上構成比	1.8%	2.1%	2.7%	2.7%	3.6%	-	3.4%	-	3.3%	3.8%	4.0%	4.1%
【商品別】												
化粧品	30,575	31,098	31,521	31,840	34,052	-	34,294	-	34,991	37,884	36,963	41,676
前期比	12.4%	1.7%	1.4%	-	8.0%	6.9%	8.8%	7.7%	6.0%	10.5%	5.6%	10.0%
売上構成比	91.1%	92.2%	93.0%	93.0%	92.0%	-	92.0%	-	92.7%	91.0%	92.0%	90.0%
ヘルスケア商品	2,994	2,630	2,378	2,392	2,947	-	2,982	-	2,755	3,746	3,214	4,630
前期比	-25.2%	-12.2%	-9.6%	-	23.9%	23.2%	25.4%	24.7%	20.1%	25.6%	16.6%	23.6%
売上構成比	8.9%	7.8%	7.0%	7.0%	8.0%	-	8.0%	-	7.3%	9.0%	8.0%	10.0%
差引売上総利益	28,674	28,622	28,456	28,797	-	-	30,977	-	31,896	34,429	33,869	38,157
前期比	7.9%	-0.2%	-0.6%	-	-	-	8.9%	7.6%	6.7%	11.1%	6.2%	10.8%
売上総利益率	85.4%	84.9%	83.9%	84.1%	-	-	83.1%	-	84.5%	82.7%	84.3%	82.4%
販売費及び一般管理費	25,809	25,293	25,032	25,373	-	-	27,849	-	28,058	31,228	29,754	34,535
前期比	7.2%	-2.0%	-1.0%	-	-	-	11.3%	9.8%	6.6%	12.1%	6.0%	10.6%
売上高販管費率	76.9%	75.0%	73.8%	74.1%	-	-	74.7%	-	74.3%	75.0%	74.1%	74.6%
営業利益	2,864	3,329	3,424	3,424	3,095	-	3,127	-	3,837	3,201	4,115	3,621
前期比	14.9%	16.2%	2.8%	-	-9.6%	-	-8.7%	-	7.3%	2.3%	7.2%	13.2%
売上高営業利益率	8.5%	9.9%	10.1%	10.0%	8.4%	-	8.4%	-	10.2%	7.7%	10.2%	7.8%
経常利益	2,828	3,295	3,414	3,414	3,020	-	3,058	-	3,877	3,132	4,154	3,553
前期比	13.2%	16.5%	4.0%	-	-11.5%	-	-10.4%	-	9.7%	2.4%	7.2%	13.5%
売上高経常利益率	8.4%	9.8%	10.1%	10.0%	8.2%	-	8.2%	-	10.3%	7.5%	10.3%	7.7%
当期純利益 / 親会社株主に帰属する当期純利益	1,824	2,122	2,317	2,317	2,067	-	2,091	-	2,578	2,142	2,763	2,430
前期比	4.2%	16.3%	9.2%	-	-10.8%	-	-9.7%	-	9.7%	2.4%	7.2%	13.5%
売上高当期純利益率	5.4%	6.3%	6.8%	6.8%	5.6%	-	5.6%	-	6.8%	5.1%	6.9%	5.2%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

21/9期より連結業績の開示。21/9期の前期比は20/9期単体業績との比較。

22/9期より新収益認識基準を適用。22/9期の前期比は旧収益認識基準での21/9期業績との比較(前期比 対旧基準)と、新収益認識基準で算出した21/9期業績との比較(前期比 対新基準)を併記

(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

【 図表 11 】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)

	旧収益認識会計基準			新収益認識基準							
	19/9期単	20/9期単	21/9期連	21/9期連	22/9期連CE	22/9期連E (今回)	22/9期連E (前回)	23/9期連E (今回)	23/9期連E (前回)	24/9期連E	
貸借対照表											
現金及び預金	10,576	12,271	13,652	-	-	14,444	-	15,973	15,301	17,987	16,606
売掛金	2,913	2,607	3,196	-	-	3,504	-	2,906	3,913	3,093	4,352
商品	964	1,058	1,264	-	-	1,397	-	1,189	1,561	1,265	1,736
その他	240	275	416	-	-	416	-	275	416	275	416
流動資産	14,693	16,211	18,528	-	-	19,762	-	20,344	21,192	22,621	23,112
有形固定資産	2,140	2,297	2,157	-	-	2,046	-	2,178	1,935	2,120	1,824
無形固定資産	653	470	1,435	-	-	1,516	-	237	1,625	137	1,709
投資その他の資産	1,088	975	1,075	-	-	1,075	-	975	1,075	975	1,075
固定資産	3,882	3,744	4,669	-	-	4,637	-	3,390	4,635	3,232	4,608
資産合計	18,575	19,956	23,197	-	-	24,399	-	23,734	25,827	25,853	27,720
買掛金	416	509	527	-	-	577	-	566	645	602	717
短期借入金	-	-	-	-	-	0	-	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	173	173	398	-	-	396	-	170	390	175	377
未払金	2,297	2,342	2,108	-	-	2,311	-	2,642	2,581	2,812	2,871
未払法人税等	848	631	739	-	-	657	-	779	593	835	673
賞与引当金	201	189	242	-	-	242	-	210	252	220	262
ポイント引当金	264	173	303	-	-	335	-	188	374	200	416
その他	345	457	395	-	-	395	-	457	395	457	395
流動負債	4,544	4,474	4,712	-	-	4,914	-	5,013	5,231	5,303	5,713
長期借入金	936	762	1,839	-	-	1,443	-	419	1,053	244	676
その他	336	452	472	-	-	472	-	452	472	452	472
固定負債	1,272	1,214	2,311	-	-	1,915	-	871	1,525	696	1,148
純資産合計	12,758	14,267	16,174	-	-	17,570	-	17,849	19,070	19,854	20,858
(自己資本)	12,758	14,202	15,990	-	-	17,386	-	17,784	18,886	19,789	20,674
(新株予約権)	-	65	184	-	-	184	-	65	184	65	184
キャッシュ・フロー計算書											
税金等調整前当期純利益	2,822	3,180	3,401	-	-	3,058	-	3,877	3,132	4,154	3,553
減価償却費	482	465	396	-	-	411	-	458	436	458	461
のれん償却額	-	-	28	-	-	116	-	-	116	-	116
売上債権の増減額 (-は増加)	-814	306	-470	-	-	-308	-	-188	-409	-187	-439
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-162	-130	-77	-	-	-133	-	-76	-163	-76	-175
仕入債務の増減額 (-は減少)	55	93	-13	-	-	50	-	36	67	36	72
未払金の増減額 (-は減少)	19	20	-194	-	-	203	-	171	269	170	289
法人税等の支払額・還付額	-627	-1,266	-1,142	-	-	-1,048	-	-1,230	-1,053	-1,336	-1,042
その他	217	252	142	-	-	32	-	22	49	22	52
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,992	2,920	2,071	-	-	2,381	-	3,069	2,445	3,241	2,886
有形固定資産の取得による支出	-268	-268	-102	-	-	-50	-	-150	-50	-150	-50
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	-176	-80	-68	-	-	-448	-	-100	-500	-150	-500
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	-381	-54	-45	-	-	0	-	0	0	0	0
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による	-	-	-1,218	-	-	0	-	-	0	-	0
その他	-117	35	74	-	-	0	-	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-943	-367	-1,359	-	-	-498	-	-250	-550	-300	-550
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)	-175	-173	1,221	-	-	-398	-	-173	-396	-170	-390
株式の発行による収入	7,096	-	664	-	-	0	-	0	0	0	0
自己株式の取得・処分による収支	-	-300	-570	-	-	0	-	0	0	0	0
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	-353	-377	-642	-	-	-695	-	-704	-642	-758	-642
その他	-	-	-	-	-	0	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	6,567	-851	672	-	-	-1,093	-	-877	-1,038	-928	-1,032
現金及び現金同等物に係る換算差額	4	-6	-4	-	-	3	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	7,621	1,695	1,380	-	-	792	-	1,942	856	2,013	1,304
現金及び現金同等物の期首残高	2,954	10,576	12,271	-	-	13,652	-	14,031	14,444	15,973	15,301
現金及び現金同等物の期末残高	10,576	12,271	13,652	-	-	14,444	-	15,973	15,301	17,987	16,606

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

21/9期より連結業績の開示。22/9期より新収益認識基準を適用。

(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

> 投資に際しての留意点

◆ 創業者家族の保有株比率の高さ

21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。21年9月末時点の創業者家族の保有比率は48.77%となっている。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、この保有分がさらに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感染症の再拡大の影響

22年に入って、オミクロン株が急速に広がり、感染第6波が訪れている。現在、多くの都道府県でまん延防止等重点措置が発出されている。今後、陽性者数が更に増加した場合、再度、緊急事態宣言が発出される可能性もありうる。

過去の感染拡大局面では、直営店舗販売・卸売販売での店舗への来客数の減少等による売上減という影響はあったが、通信販売においては業績への負の影響は少なかったとされる。今後の市場動向については、外出機会の動向が化粧品市場の消費動向にどのように影響するか、自宅での滞在時間の変動がECを含む通信販売市場にどのように作用するか、健康維持や免疫力向上に関する需要が高まるかどうかといった点が焦点となってこよう。

このように、新型コロナウイルス禍の動向により、市場動向の変化や費用の使い方の変化等を通じた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。

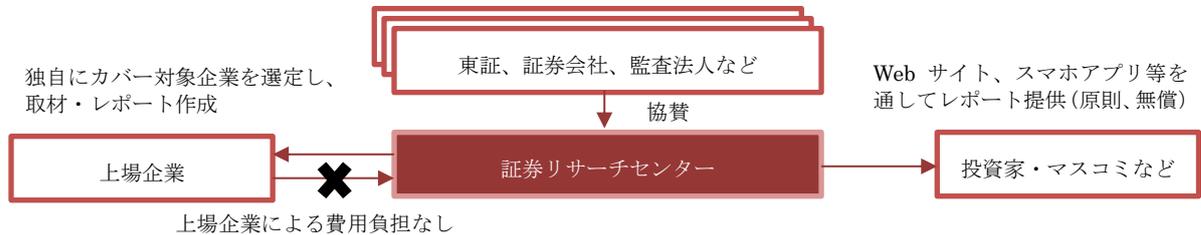
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を20年7月10日より開始いたしました。

同社は20年12月に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

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

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
日本証券業協会
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
三優監査法人
日本証券アナリスト協会
宝印刷株式会社

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
太陽有限責任監査法人
エイチ・エス証券株式会社
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社
株式会社 ICMG
株式会社 SBI 証券
いちよし証券株式会社

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・間接的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。