

2024年11月22日

業種 食料品

## 寿スピリッツ（東証プライム-2222）

～25/3期2Q累計は計画超の2桁増収増益で過去最高、通期予想据え置き～

## 【業績動向】

[25/3期 第2四半期累計（連結）]

2Q累計（4-9月）は計画超の2桁増収増益で過去最高だった。原料価格上昇、給与水準引き上げ、シュクレイ新工場立ち上げ（富士山静岡工場1ラインが24年8月稼働）及び九十九島グループの工場統廃合等のコスト増加を、インバウンド需要や新規出店（24年4月にJR新宿駅改札内の新商業施設イトルミネに同時3店舗出店など）等による増収効果で吸収した。シュクレイはブランド訴求力向上やインバウンド好調により12%増収で4%増益、ケイシイシイは「ルタオ」ブランド価値向上やインバウンド好調により21%増収で46%増益、寿製菓・但馬寿は主力商品の販売強化により17%増収で17%増益だった。インバウンド売上高（国際線ターミナル売店卸売上高）は48.5%増の4,644百万円となった。

通期増収増益予想を据え置いた。営業利益計画はシュクレイ20%増益、ケイシイシイ14%増益、寿製菓・但馬寿9%増益、販売子会社15%増益、九十九島グループ36%減益としている。シュクレイ静岡工場の残り3ラインは10月から順次稼働する。2Q累計の進捗率は売上高47%、営業利益43%である。

## 【会社概要】

1952年鳥取県米子市に寿製菓設立、2006年持株会社体制に移行して商号を寿スピリッツに改称した。地域限定ブランド菓子の製造・販売を展開し、全国各地のお菓子のオリジナルブランドとショップブランドを創造する「お菓子の総合プロデューサー」を企業ビジョンに掲げている。重点施策としてインバウンド売上強化、海外における事業モデル構築、首都圏でのWSR化展開を推進している。

主要指標		2222			
2024年11月21日	現在				
・株価	: 1,975.5 円	・予想ROE	: 31.60 %	・発行済株式数	: 155,658 千株
・時価総額	: 3,075 億円	・予想配当	: 28.00 円		
・今期予想PER	: 24.76 倍	・予想配当利回り	: 1.42 %	・売買単位	: 100 株
・実績PBR	: 8.56 倍	・予想配当性向	: 35.09 %		

データ出所: アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

業績推移(通期連結)		2222									
単位: 百万円、円、%		寿スピリッツ									
決算期		売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS	DPS
		前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比				
2023/03		50,155	55.8	9,951	609.8	10,295	252.4	7,018	266.5	45.10	14.0
2024/03		64,035	27.7	15,780	58.6	15,867	54.1	10,831	54.3	69.61	28.0
2025/03	会社予想	70,000	9.3	17,530	11.1	17,600	10.9	11,800	8.9	75.81	28.0
2025/03	コンセンサス予想	72,500	13.2	18,250	15.7	18,350	15.6	12,400	14.5	79.80	28.0
2026/03	コンセンサス予想	79,250	9.3	21,050	15.3	21,150	15.3	14,300	15.3	92.05	30.0
2027/03	コンセンサス予想	83,500	5.4	23,000	9.3	23,100	9.2	15,800	10.5	101.80	-

※23/10/1付で1株→5株の株式分割を実施。EPS、DPSは考慮数値。

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフィスジャパン

## 利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【ビジネスモデルの特徴】

地域限定ブランド菓子の製造・販売を展開する持株会社である。全国各地のお菓子のオリジナルブランドとショップブランドを創造する「お菓子の総合プロデューサー」を企業ビジョン、世界へありえないほどの驚きの非日常（超感動）を提供するという意味のWSR（World Surprising Resort）宣言を経営スローガンに掲げ、ビジネスモデル・商品・売場・販売のGTS（グレート・トランスフォーメーション・サクセス）化も推進している。長期目標として経常利益率30%を掲げている。プレミアムギフトスイーツの更なる「高い価値の創造」に注力する。

地域事業会社と主要ブランドは、東京地区のシュクレイ（東京ミルクチーズ工場、ザ・メープルマニア、フランセ、バターバトラーなど）、北海道地区のケイシイシイ（小樽洋菓子舗ルタオ）、山陰地区の寿製菓・但馬寿（因幡の白うさぎ、お菓子の壽城、遊月亭）、販売子会社（9社）、九州地区の九十九島グループ（赤い風船）、その他・海外（台湾、香港）である。24年7月には寿製菓がパラダイスプランと合弁で、沖縄県宮古市に製造拠点のケーエムエフを設立した。

24/3期の売上高は、シュクレイが26,455百万円、ケイシイシイが18,052百万円、寿製菓・但馬寿が12,834百万円、販売子会社が6,957百万円、九十九島グループが6,382百万円、その他が743百万円、調整額が▲7,391百万円、営業利益はシュクレイが5,843百万円、ケイシイシイが3,818百万円、寿製菓・但馬寿が2,776百万円、販売子会社が889百万円、九十九島グループが783百万円、その他が87百万円、調整額が1,582百万円だった。販売チャンネル別売上構成比は国内卸売（駅・空港・高速道路SAなど交通機関チャンネルの小売店向け卸、代理店卸、OEMなど）が41.3%、国内小売（直営店舗・催事）が47.1%、通信販売が9.2%、海外計が2.4%だった。交通機関チャンネルでの土産品としての販売が多いことが特徴で、クリスマス・年末年始・バレンタイン・ホワイトデー商戦などで下期の構成比が高い季節特性もある。

【リスク要因】

需要面では個人消費動向の影響、特に観光・帰省シーズンの需要、クリスマス・年末年始・バレンタイン・ホワイトデー商戦の需要、インバウンド需要、さらに天候の影響を受けやすい。またコスト面では原材料の調達や価格の影響を受け、食品の安全性や法的規制などもリスク要因となる。

【セグメント情報】

売上高				セグメント利益					
2222				2222					
単位: 億円、%				単位: 億円、%					
2023/03		2024/03		2023/03		2024/03			
構成比		構成比		構成比		構成比			
シュクレイ	202	40	261	41	41	20.3	58	37	22.4
ケイシイシイ	137	27	175	27	21	15.3	38	24	21.7
寿製菓・但馬寿	69	14	87	14	17	24.6	28	18	32.3
販売子会社	53	11	68	11	5	9.4	9	6	12.9
九十九島グループ	34	7	42	7	4	11.8	8	5	18.5
その他	7	1	7	1	1	14.3	1	1	10.8
調整額	-	-	-	-	11	11		16	10
合計	502	100	640	100	100	19.9	158	100	24.6

データ出所: アイフィスジャパン

【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

寿スピリッツ		2222	2024年11月21日	
実績PBR	:	8.56 倍	現株価	: 1,975.5 円
Fモデルによる妥当PBR	:	5.69 倍	Fモデルによる理論株価	: 1,313 円
			現株価との乖離	: -33.5 %

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位：百万円										
2222										
寿スピリッツ	2024年3月					2025年3月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上高	13,853	15,038	18,145	16,999	64,035	15,526	17,380			32,906
前年同期比	45.6%	42.1%	18.8%	15.0%	27.7%	12.1%	15.6%			13.9%
営業利益	3,058	3,564	5,112	4,046	15,780	3,428	4,048			7,476
前年同期比	165.9%	112.1%	27.0%	30.7%	58.6%	12.1%	13.6%			12.9%
経常利益	3,083	3,585	5,130	4,069	15,867	3,447	4,073			7,520
前年同期比	136.8%	104.5%	24.5%	30.5%	54.1%	11.8%	13.6%			12.8%
純利益	2,068	2,385	3,446	2,932	10,831	2,265	2,725			4,990
前年同期比	146.8%	106.3%	26.8%	27.1%	54.3%	9.5%	14.3%			12.1%
売上高営業利益率	22.1%	23.7%	28.2%	23.8%	24.6%	22.1%	23.3%			22.7%
自己資本比率	74.2%	75.0%	75.5%	75.7%	-	76.4%	77.4%			-
純資産	26,423	28,824	32,265	35,223	-	33,147	35,915			-
総資産	35,601	38,413	42,746	46,510	-	43,390	46,368			-

データ出所：アイフィスジャパン

【過去の業績動向】

[25/3期 第1四半期（連結）]

1Q（4-6月）は2桁増収、2桁営業・経常増益だった。給与水準引き上げ等により販管費が増加したが、価格改定に伴う売上総利益の増加やインバウンド需要の復調等で吸収した。主力のシュクレイはブランド訴求力向上等に取り組み10%増収で8%増益、ケイシイシイは「ルタオ」ブランド価値向上や首都圏ブランド育成に注力して23%増収で64%増益だった。なお24年4月オープンのJR新宿駅「イトルミネ」に、シュクレイが新ブランド「ウーフィ」を出店、ケイシイシイが新ブランド「カナリナ」を出店した。インバウンド売上高（国際線ターミナル売店卸売上高）は51.7%増の2,305百万円となった。売上総利益率は1.7ポイント上昇、販管費比率は1.7ポイント上昇した。

通期の増収増益予想を据え置いた。営業利益計画はシュクレイが20%増益、ケイシイシイが14%増益、寿製菓・但馬寿が9%増益、販売子会社が15%増益、九十九島グループが36%減益としている。シュクレイの新工場（静岡県静岡市で食品工場の中古物件を取得）は8月稼働予定である。

[24/3期 通期（連結）]

24/3期は大幅増収増益で過去最高だった。国内人流回復に加え、インバウンド対策強化、商品価格改定、生産・販売効率化などの重点施策も寄与した。特に主力のシュクレイが27.8%増収・41.0%営業増益と牽引した。3つの新ブランドをプロデュースし、東京駅や百貨店の好立地への新規出店や大型催事展開などを推進した。インバウンド売上高（国際線ターミナル売店卸売上高）は7,126百万円となり新型コロナウイルス発生前水準を上回った。売上総利益率は2.2ポイント上昇、販管費比率は2.7ポイント低下、営業利益率は4.8ポイント上昇した。収益性が一段と向上した形である。また当期純利益は初めて100億円を突破した。なお海外の中国および韓国については24年3月にFC契約を終了した。

25/3期も増収増益予想としている。営業利益計画はシュクレイが20%増益、ケイシイシイが14%増益、寿製菓・但馬寿が9%増益、販売子会社が15%増益、九十九島グループが36%減益としている。シュクレイの新工場（静岡県静岡市で食品工場の中古物件を取得）は8月より順次稼働を予定している。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【過去の業績動向】

### 〔24/3期 第3四半期累計（連結）〕

3Q累計（4-12月）は国内経済活動正常化による人流回復、インバウンド需要の回復、価格改定効果、生産・販売効率化施策などにより大幅増収増益だった。特に主力のシュクレイが34.5%増収・51.8%営業増益と牽引した。新ブランド「THE DROS」グランスタ東京店、新ブランド「VANI」阪神梅田本店など好立地への出店を推進した。製造小売型経営へ変革中の九十九島グループはシュクレイと共同開発の新ブランド「I'm LILY」をJR博多駅構内に出店した。インバウンド売上高（国際線ターミナル売店卸売上高）は5,100百万円となり、新型コロナ発生前水準（20/3期3Q累計4,528百万円）を上回った。売上総利益率は2.1ポイント上昇して61.9%、経常利益率は4.8ポイント上昇して25.1%となった。

通期の大幅増収増益予想（23年11月1日付で上方修正）を据え置いた。主要子会社の営業利益はシュクレイが38.8%増益、ケイシイシイが46.5%増益、寿製菓・但馬寿が44.4%増益、販売子会社が62.8%増益、九十九島グループが97.6%増益としている。経常利益の3Q累計進捗率は83%と高水準である。

### 〔24/3期 第2四半期累計（連結）〕

2Q累計（4-9月）は経済活動正常化を背景として計画超の大幅増収増益となり、2Q累計として4期ぶりに過去最高を更新した。各事業とも増収増益で、特に主力のシュクレイが46.4%増収・97.2%増益と牽引した。新ブランド「THE DROS」グランスタ東京店など東京駅エリア好立地への出店を推進した。インバウンド売上高（国際線ターミナル売店卸売上高）は3,133百万円となり、コロナ禍前の20/3期2Q累計比8.7%増となった。売上総利益率は2.8ポイント上昇、販管費比率は6.0ポイント低下した。

通期が業績・配当予想を上方修正した。今後の事業環境として物価上昇による消費マインド冷え込みが懸念されるなど不透明感が強いと見られ、通期予想は下期予想を据え置き、上期超過分を上乗せした。主要子会社の修正後営業利益はシュクレイが前期比39%増益、ケイシイシイが47%増益、寿製菓・但馬寿が44%増益、販売子会社が63%増益、九十九島グループが97%増益としている。インバウンド売上の計画は前期比2.5倍の5,000億円としている。なお23年10月1日付で1株を5株に分割した。

### 〔24/3期 第1四半期（連結）〕

1Q（4-6月）は行動制限解除に伴う人流回復を背景に大幅増収増益・1Qとして過去最高だった。各事業とも増収増益で、特にシュクレイが51.2%増収・107.7%増益と牽引した。新ブランド「THE DROS」グランスタ東京店や「Mr. Maple」グランスタ東京店など東京駅エリアの好立地への出店を推進した。インバウンド売上高（国際線ターミナル売店卸売上高）は1,520百万円となり、概ね新型コロナ発生前の水準まで回復した。売上総利益率は2.8ポイント上昇、販管費比率は7.3ポイント低下した。

通期の2桁増収増益予想を据え置いた。上期はコロナ禍影響を受けていた前年の反動増で20.9%増収、下期は物価上昇による消費マインド悪化など不透明感を考慮して5.0%増収の想定としている。原材料の価格上昇・供給不足に対しては、原料変更や新規調達先確保などの対策を講じている。シュクレイは引き続き好立地への出店を継続し、通期で17.8%増収・19.4%増益の計画としている。1Qの進捗率は売上高が25%、営業利益が26%と順調である。なお23年10月1日付で1株を5株に分割する。

## 「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [ \text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率} ] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。

負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>