

ラクト・ジャパン

乳原料・チーズの独立系専門商社：コロナ禍の影響受けるも、国内では機能性食品原料等新市場開拓、アジア市場拡大に注力

TICKER:3139 | 東証1部 | HP: <http://www.lactojapan.com/ir/Top.html> | LAST UPDATE: 2021.03.02

事業概要

国内最大規模の独立系乳製品商社：食肉加工品、アジアへも事業領域拡大

トップレベルのシェアを誇る乳原料・チーズ輸入のリーディング企業：同社は国内最大規模の乳原料・チーズの独立系専門商社（輸入シェア39%：2019年11月期）。世界の酪農国から乳原料、チーズを日本に輸入し、国内大手メーカーなどに卸売する。約40種類の汎用原料、カスタマイズ品（一次加工品）500種類超をフルラインナップで扱う。系列に縛られない100社を超える仕入先および多様な顧客を有する。乳原料・チーズの取扱量は2006年11月期76,868トンから2019年11月期204,105トンへ過去13年間で2.7倍に増加した。しかし、2020年11月期は新型コロナウイルス感染症拡大が影響し191,575トン（前期比6.1%減）となった。輸入に関わる手数料（口銭）を収入・利益の源泉とする。営業利益に為替差損益を加えた実質利益の利益率は3%程度。従業員数305名（2020年11月30日現在）。

事業領域の拡大：同社は乳原料・チーズ（2020年11月期売上高構成比70.7%）のほか、食肉加工品などを輸入する事業を2005年11月期より行っている（同10.7%）。また、シンガポールを拠点にアジアにおいて乳原料販売およびチーズ製造販売（同18.0%）を行っている。残りは、主に日本において機能性食品原料販売（コラーゲン、グルコサミンなどの販売）を行うその他事業（2020年11月期より開始：同0.6%）。

業績動向

21年11月期：前期比6.5%経常減益を同社は見込む

2020年11月期実績：売上高110,838百万円（前期比-5.1%）、経常利益2,781百万円（同+1.2%）。コロナ禍で外食などの業務用食品向けの原料販売が伸び悩み、売上高は同社期初予想を14.7%下回った。一方、経常利益は利益率の高い商品の取扱い増加や経費削減などにより、同7.3%下回るに留まり、前期比増益を確保。

2021年11月期同社予想：売上高115,000百万円（前期比+3.8%）、経常利益2,600百万円（同-6.5%）を同社は予想。国内脱脂粉乳在庫増に対応するため、国産脱脂粉乳の販売にも積極的に対応し、輸入原料販売の減少分をカバーする。乳原料・チーズ+0.4%、食肉加工+15.0%、アジア事業・乳原料販売-12.0%、アジア事業・チーズ製造販売+9.4%を予想。

中期戦略

新規顧客の開拓、新規商材の開発、アジアでの事業拡大等で持続的成長を目指す

中期経営計画「NEXT-LJ2023」：2023年11月期業績目標は、売上高141,000百万円（2020年11月実績比127.2%）、経常利益3,500百万円（同125.9%）、当期純利益2,500百万円（同121.2%）。新型コロナウイルス感染症の影響を受けて、前回中期経営計画「NEXT-LJ2022」の最終年度（2022年11月期）の各業績目標値が、1年後ろ倒しされた。既存事業の深掘りと新規顧客の開拓を継続する。また、新規商材（乳たんぱく、ヘルスケア関連食品など機能性食品原料および、加工食品）の開発・拡大を図る。成長著しいアジアでの事業拡大では、乳原料の取扱高拡大、チーズの生産能力増強投資に加え、フィリピンへのアプローチをモデルにASEAN新興国にも販路を拡大していく。

S&Wサマリー

強み

専門性に裏打ちされた情報力・提案力・対応力：約39%のシェアを誇る乳原料・チーズ輸入のリーディング企業（専門商社）。東食時代を含め、長期に亘り専門知識・ノウハウを蓄積

独立系（資本関係や複雑な取引関係に縛られない）：競合となる総合商社との大きな相違点。多様な仕入先（100社超）、顧客を確保

アジアでの展開とメーカー機能の付加：シンガポールでの事業経験が約20年あり、総合商社が乳製品製造事業への出資により参画した時期よりも早い時期に、アジアで自社工場を立ち上げ、商社機能にメーカー機能を付加

弱み

高位安定する国内市場への依存度の高さ（成長の制約要因）：輸入比率が上昇してはいるものの、国内乳製品消費量は横這い推移

獲得できる付加価値の限定性：原料安定供給、情報、提案、対応等で得られる付加価値が、仕入先や顧客が得る付加価値よりも小さい

利益成長ドライバー

【従来】 国内への乳原料・チーズの輸入（販売）

【中期】 上記+新規商材の拡大+アジアでのチーズ製造販売と乳原料販売

	指標
時価総額	25,256 百万円
株価（2021/3/1）	2,557 円
発行済株式数	9,877,200 株
外国人持株比率	6.7 %
BPS(FY11/20)	1,774.58 円
PBR(FY11/20)	1.44 倍
PER(FY11/21会予)	13.6 倍
配当(FY11/21会予)	32.00 円
配当利回り(FY11/21予)	1.25 %
ROE(11/21会予)	10.6 %
純負債/株主資本倍率	51.4 %

*発行株式数には自己株式を含む

業績推移													
		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	ROA	ROE
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(%)	(%)
FY11/14	連結	96,550	27.1%	1,532	118.8%	1,653	-1.0%	988	-1.9%	127.79	1,165.58	4.5%	12.2%
FY11/15	連結	98,001	1.5%	720	-53.0%	1,343	-18.8%	831	-15.9%	98.94	1,062.54	3.3%	8.5%
FY11/16	連結	88,679	-9.5%	3,349	365.1%	1,434	6.8%	946	13.8%	96.79	1,167.72	3.7%	8.7%
FY11/17	連結	101,335	14.3%	1,924	-42.6%	2,523	75.9%	1,755	85.5%	179.48	1,302.98	6.0%	14.5%
FY11/18	連結	115,441	13.9%	3,009	56.4%	2,613	3.6%	1,784	1.7%	182.31	1,462.35	5.5%	13.2%
FY11/19	連結	116,794	1.2%	3,144	4.5%	2,747	5.1%	1,963	10.0%	200.11	1,618.31	5.7%	13.0%
FY11/20	連結	110,838	-5.1%	2,959	-5.9%	2,781	1.2%	2,062	5.1%	209.47	1,774.58	6.1%	12.3%
FY11/21	会予 連結	115,000	3.8%	-	-	2,600	-6.5%	1,850	-10.3%	187.35	-	-	-

注：百万円未満を四捨五入（会社発表数値は百万円未満切り捨て）

事業概要

国内最大規模の乳製品商社(輸入シェア約39%)：食肉加工品、アジアへも事業領域拡大

会社概要

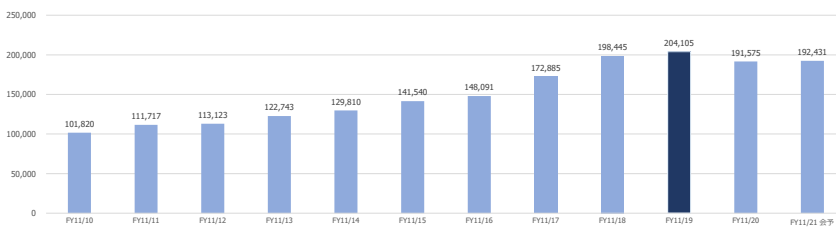
国内最大規模の独立系乳製品商社

同社は国内最大規模の乳原料・チーズの独立系専門商社（輸入シェア39%：2019年11月期）。生乳成分を濃縮・抽出した全脂粉乳、脱脂粉乳、ホエイ（ヨーグルトやチーズを作る際に固形物と分離されてできた水溶液）、加糖練乳やカスタマイズ品（一次加工品）といった乳原料、チーズなどを世界の酪農国から日本に輸入し、国内大手メーカー、独立行政法人農畜産業振興機構（ALIC：Agriculture Livestock Industries Corporation）などに卸売する。約40種類の汎用原料に加え、カスタマイズ品（一次加工品）500種類超を扱う。系列に縛られない仕入先約250社を有する。卸売（輸入）に関わる手数料（口銭）が収入・利益の源泉。営業利益に為替差損益を加えた実質利益の利益率は約3%程度。従業員数305名（2020年11月30日現在）。

設立の経緯

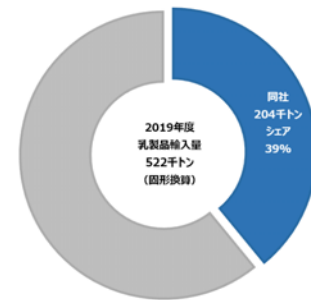
同社は、かつて東食の酪農品本部で乳製品輸入に携わっていたメンバーにより、子会社の過剰投資を背景とした東食の経営破綻後、仕入先と顧客双方からの強い要請をもとに設立された。代表取締役社長の三浦元久氏も同社創業メンバーの1人であり、東食時代から長期に亘る乳原料・チーズの営業経験がある。同社は2018年5月に創業20周年を迎えた。

同社の輸入取扱量（乳原料・チーズ）（単位：トン；固形換算）



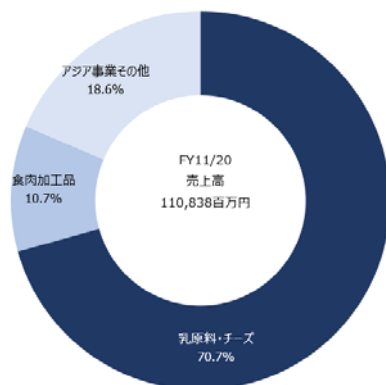
出所：同社データ

日本の輸入乳製品に占める同社取扱シェア



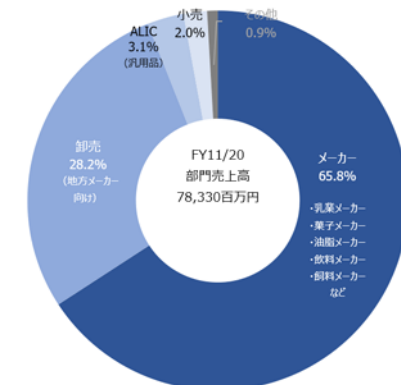
出所：農林水産省「食料需給表」を参照のうえ同社作成
注：輸入総量を固形換算（係数0.1）してシェアを計算

セグメント別売上高構成比



出所：同社資料

業種別売上高構成比（乳原料・チーズ）



出所：同社資料

同社の特徴

- 独立系専門商社**：乳製品を扱う商社は、三菱商事、三井物産、伊藤忠商事など旧財閥系大手総合商社（1事業部門）の他は、中小規模の企業が多い。同社の特徴は乳原料をフルラインで取り扱い、資本系列に縛られない。同社によれば、乳原料・チーズ部門に62名程度の規模（2020年11月30日現在）の人員を要するのは同社だけである（大手総合商社

でも5名〜10名程度)。また、同社以外の乳原料専門商社は規模が小さく、かつ、取扱品も各専門分野に特化している。

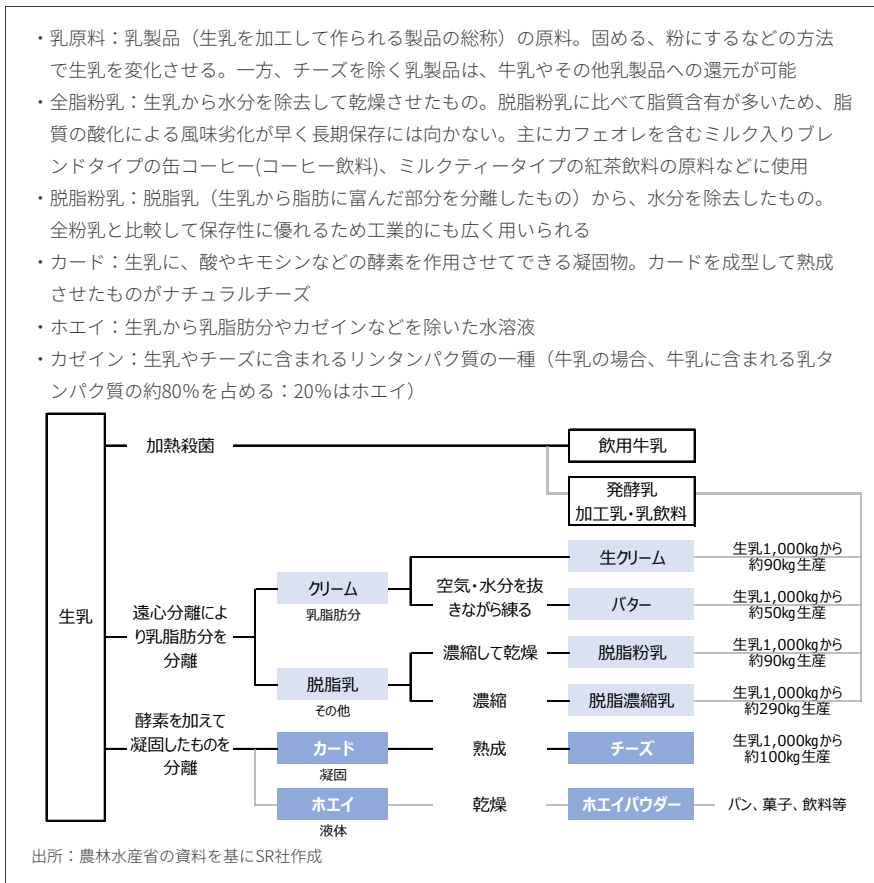
- **仕入先および顧客との長期関係性**：乳原料メーカー（仕入先）や国内乳業・菓子・油脂・飲料・飼料メーカーなど（販売先）の双方に対して、同社はビジネスパートナーとしての地位を確立している。例えば、海外情報を顧客に伝える一方で、顧客の細かな要望に応じた1次加工を仕入先に依頼・製造して加工品を顧客に納品している。

事業領域の拡大

同社は乳原料・チーズのほか、食肉加工品などを輸入する事業を2005年11月期より行っている。また、シンガポールに設立した子会社LACTO ASIA PTE LTD.を中核企業として、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、中国に子会社・孫会社および関連会社を設立。乳原料の卸売、チーズの製造（シンガポール、タイ、インドネシアなどの自社工場で一次加工を施す）・販売など行っている。

取扱商品および売上構成比（2020年11月期）

- **乳原料・チーズ（70.7%）**：約40種類の汎用原料に加え、カスタマイズ品（一次加工品）500種類超を扱う



- **食肉加工品（10.7%）**：冷蔵・冷凍豚肉、生ハム、サラミ、ベーコンなど
- **アジアその他（18.6%）**：乳原料・チーズ、自社ブランドチーズ（プロセスチーズ**FOODTECH；ナチュラルチーズ*CHOOSY）

*ナチュラルチーズ：生乳を固めて発酵熟成させたもの
 **プロセスチーズ：1種類または数種類のナチュラルチーズを細かく刻んでから加熱溶解し、乳化剤などを加えて再び成型したものを

事業領域の拡大

- ▶ 乳原料・チーズ（2020年11月期売上構成比70.7%）
- ▶ 食肉加工品（同10.7%）
- ▶ アジア事業・その他（同18.6%）

① 欧米化が進むアジア市場におけるビジネスチャンス刈り取り（乳原料の提供）

② メーカー機能の拡充による新しいビジネスモデル（チーズの製造・販売）

- ・シンガポールおよびタイにおいて自社ブランドによるチーズの製造
- ・インドネシアに現地メーカーと合併でチーズの加工会社を設立
- ・子会社がフィリピンに乳製品原料の販売子会社（同社から見れば孫会社）を設立

仕入先

- 乳製品・チーズ：世界の酪農主要3地域欧州、オセアニア、北米の乳原料メーカー（世界20カ国、140社以上）。同社の乳原料・チーズ輸入取扱量は2006年11月期76,868トンから2019年11月期204,105トンへ過去13年間で2.7倍に増加した。但し、2020年11月期は、新型コロナウイルス感染症の影響により、191,575トン（前期比-6.1%）に減少した。
- 食肉加工品：豚肉加工品の大手サプライヤーであるSEABORAD FOODS（米国）、生ハムやサラミのリパックメーカーのメインサプライヤーであるFRATERRI GALLONI S.P.A./パルマハム（イタリア）、VILLIANI S.P.A./ミラノサラミ（イタリア）、ESTEBAN ESPUNA S.A./ハモンセラノ（スペイン）。

グローバルネットワーク

- 調達を主目的とした同社の拠点：米国、オーストラリア、オランダ、イタリア
- 製造・販売を主目的とした同社の拠点：シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、フィリピン、中国

顧客

- 乳製品・チーズ：明治、森永乳業、よつ葉乳業、雪印メグミルク、江崎グリコ、ロッテをはじめとする国内の乳業・菓子・油脂・飲料・飼料メーカー、独立行政法人農畜産業振興機構（後述の「国家貿易制度」参照）。
- 食肉加工品：日本国内におけるハム・ソーセージをはじめとする食品メーカー。

※乳業・菓子・油脂・飲料・飼料メーカーにとって、同社のような商社は、原料の安定調達（調達ルートの分散化）、生産効率の向上（原料加工のアウトソーシング）などの機能を担っている

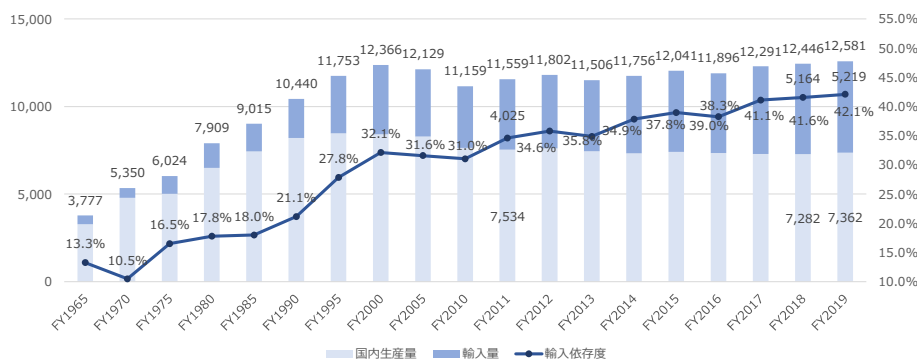
市場環境

同社を取り巻く外部環境はポジティブに推移

世界の酪農国から乳原料を輸入する同社を取り巻く外部（市場）環境は、短期的には新型コロナウイルス感染症の影響を受けてはいるが、構造的にはポジティブに推移している。具体的には、日本における乳製品消費量は、2000年度以降、生乳換算で約12百万トンのレベルで安定的な推移をしている。国内生産量（生乳換算）が2010年度7,631千トンから2019年度7,362千トンと年率0.4%のマイナス成長*を辿るなか、高位安定的な需要を賄うために、輸入への依存度が年々高まっている（輸入依存度：2010年度31.0%⇒2019年度42.1%）。日本の乳製品輸入量（生乳換算）は、2010年度3,528千トンから2019年度5,219千トンへ年率4.4%成長を遂げている。

*日本の酪農家は、1963年の418千戸をピークに、高齢化に伴う廃業などを背景に、2020年には14,400戸にまで減少。乳用牛の飼育頭数も1985年の2,111千頭から2017年には1,323千頭にまで減少したが、2018年には1,328千頭、2019年には1,332千頭、2020年1,352千頭へと若干ながら増加に転じている。（数値の出所は、農林水産省「畜産統計」）

日本の乳製品消費量（単位：千トン：生乳換算）



出所：農林水産省「食料需給表」のデータよりSR社作成

*便宜上、国内生産量と輸入量の合計を消費量としている。実際には、この数値から輸出量を差し引き、在庫増減量を加減した数値が国内消費量となる。但し、差分は僅少

日本の乳製品輸入先国

財務省「貿易統計」によると、2020年の日本の乳製品輸入量（固形換算）は前年比1.9%増の413,444トン（生乳換算比0.09）、同輸入金額は同1.2%増の173,528百万円であった（下表参照）。ホエイ等（数量ベース前年比6.7%増）とチーズ・カード（同4.4%増）が増加する一方で、発酵乳製品（同57.1%減）、バター等（同19.2%減）、ミルク・クリーム（同16.7%減）、粉乳等（同8.8%減）が減少した。輸入先主要3国はオーストラリア（チーズの最大の輸入先国）、ニュージーランド（バター等）、米国（同ホエイ等、粉乳等）。それらに加えて、オランダ、ドイツ、デンマーク、フランス、イタリアなどの欧州諸国が主な輸入先国である。同社によれば、同社の仕入先主要国も同様とのことである。

日本の乳製品輸入量・額（2020年）

	輸入量・額	分類別					
		ミルク・クリーム	粉乳等	発酵乳製品	ホエイ等	バター等	チーズ・カード
全体（トン）	413,444	103	42,357	19	61,271	18,184	291,510
	金額（百万円）	47	12,815	26	14,667	9,665	136,308
	単価（円/kg）	452	303	1,371	239	532	468
主要3国（トン）	234,249	2	26,234	7	29,483	11,112	167,410
	オーストラリア	-	5,670	-	4,636	199	71,965
	ニュージーランド	2	8,275	5	3,039	10,482	59,069
	米国	-	12,289	2	21,808	432	36,376
	上記3カ国シェア	2.2%	61.9%	37.1%	48.1%	61.1%	57.4%
欧州（トン）	162,349	77	13,827	12	21,566	6,904	119,963
	うちオランダ	3	3,562	0	2,407	2,511	11,447
	ドイツ	-	88	-	1,408	2	9,729
	デンマーク	-	1,739	1	4,000	2,237	32,157
	フランス	-	300	-	1,018	8	16,699
	イタリア	61	1,385	5	5,604	1,052	26,322
南米（トン）	5,475	12	1,021	-	903	109	3,431
	アルゼンチン	-	-	-	624	-	3,408
	ブラジル	12	22	-	-	-	-
アジアその他	11,370	12	1,275	0	9,319	59	705

出所：財務省「貿易統計」のデータを基にSR社作成（百万円未満四捨五入）。2020年1～11月は確報値、同年12月は速報値。

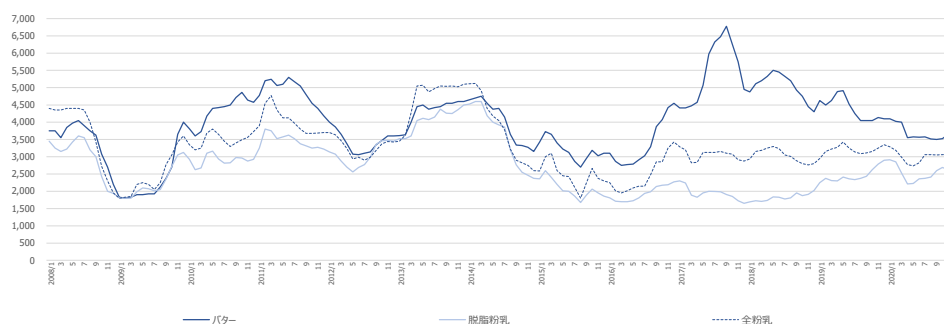
注：HSコード桁がそれぞれ0401から0406の品目を合計

国際市況

乳製品の国際価格は、2016年央以降に上昇局面があったが、現在は総じて安定的な基調で推移している。2016年前半までは軟調に推移していたが、世界的な需給調整が終了したことにより、2016年後半から上昇に転じた。2017年後半にかけて下落傾向を辿り、2018年から2020年にかけては総じて低位安定推移となり、事業者が調達しやすい環境であった。

バター価格は、世界的な自然食志向を背景に2016年から2017年央にかけて高騰した後、下落に転じ、その後、2018年と2019年の初夏にかけて一時的な上昇局面があったものの、2020年春先にかけて下落傾向となっている。その後はほぼ横ばい圏で推移している。脱脂粉乳の価格は、欧州の脱脂粉乳の在庫解消により、2018年後半以降、特に2019年に入って上昇傾向にあった。

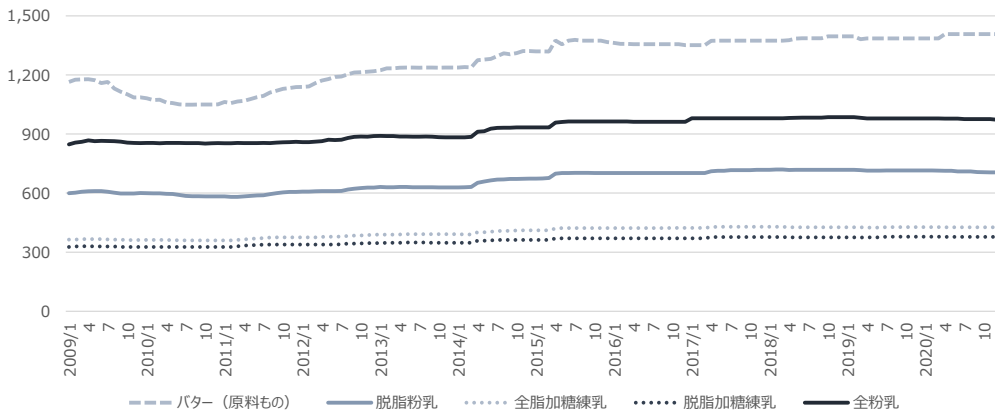
乳製品の国際価格（USドル/トン）の推移



出所：一般社団法人Jミルク（独立行政法人農畜産業振興機構の元データを使用）が作成したデータを基にSR社作成

注：価格は高値と安値の単純平均（西欧積み出し港のFOB価格）

主要乳製品の大口需要者国内価格（円/kg）の推移

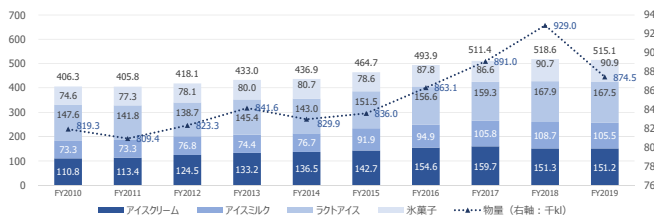


出所：農林水産省「主要製品の価格動向」

需要者製品の需要動向

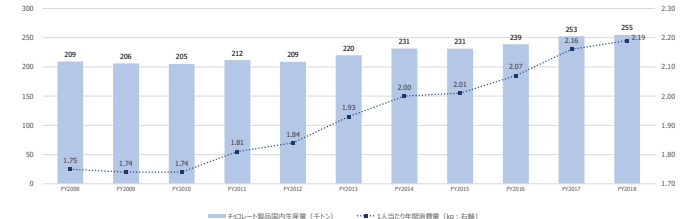
新型コロナウイルス感染症が拡大する前の2019年までの期間において、乳業メーカーや菓子メーカーの主要商品の国内需要は総じて堅調な伸びを示し、乳原料の需要が拡大した。また、日本におけるチーズの消費量は、1995年の204,535トンから2019年には358,229トンへ、年率2.4%成長で拡大している。そのうち約8割を輸入に頼っており、チーズの輸入量は1995年の159,345千トンから2019年には295,655千トンへ、年率2.6%成長で拡大している。

需要者製品：アイスクリーム類及び氷菓販売金額（十億円）の推移



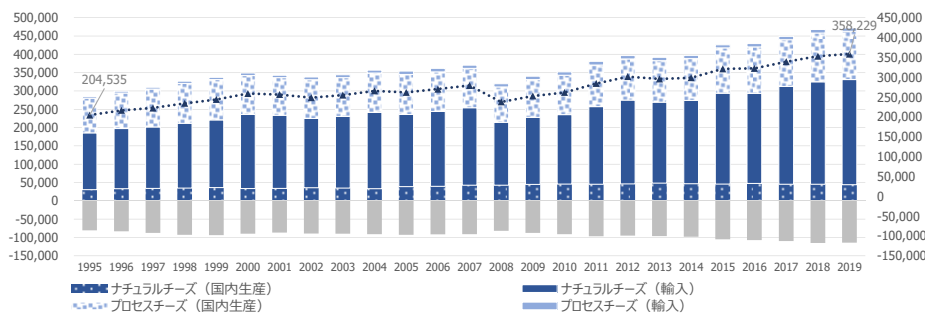
出所：一般社団法人日本アイスクリーム協会のデータに基づきSR社作成

需要者製品：チョコレート製品国内生産量（千トン）の推移



出所：日本チョコレート・ココア協会のデータに基づきSR社作成

日本のチーズ消費量（単位：トン）



出所：一般社団法人Jミルクの統計（出典：農林水産省生産局畜産部牛乳乳製品課調べ）を基にSR社作成

乳製品の国家貿易と関税割当制度

国家貿易

脱脂粉乳、バター、ホエイなどの指定乳製品*は、国が独立行政法人農畜産業振興機構(ALIC)を通じて輸入を一元管理し、国家貿易と関税割当制度が実施されている。そして、国家貿易による輸入差益は国内の酪農に対する助成の財源として用いられている。バターや脱脂粉乳は可逆性が非常に高く、この2つの乳製品の還元によりほぼ全ての牛乳・乳製品の生産が可能であるため、バターや脱脂粉乳の無秩序な輸入は国内において飲料牛乳を含む乳製品全体に悪影響を及ぼすという国の俯瞰的視点が国家貿易の背景にある。尚、国家貿易の入札方式

には一般入札方式**とSBS（Simultaneous Buy and Sell：売買同時入札制度）方式***の2種類がある。

*多国籍貿易交渉（ガット・ウルグアイ・ラウンド）において、日本が輸入しなければならない指定乳製品の量が定められている（生乳換算で毎年度137千トン）

**国（ALIC）が輸入入札により、在庫を一時保有し、その後、売渡入札により実需者に売り渡す方式

***入札資格を持った輸入業者（売り手）と国内の実需者（買い手）がペアとなって連名で入札に参加する方式。輸入業者と実需者は国（ALIC）に対しマークアップ（売買差益：例えば、バターでは949円；2018年4月1日現在）を支払う。このマークアップが高い者から落札できる。国（ALIC）と落札した輸入業者、実需者の3者間で売買契約を結び、国（ALIC）が輸入業者からの買い入れと実需者への売り渡しを同時に行う。

※同社の場合、年度によって異なるが、SBS方式による入札の比率の方が高い（約6割）尚、同社のALICへの卸売は2019年11月期乳原料・チーズ事業の売上高の7.3%。

関税割当制度

関税割当制度とは、一定の輸入数量の枠内に限り無税又は低税率（一次税率）を適用し需要者に安価な輸入品の供給を確保する一方、この一定の輸入数量の枠を超える輸入分には高税率（二次税率）を適用する*ことによって、国内生産者の保護を図る仕組み。

関税割当枠内の関税率（一次税率）は、脱脂粉乳25%、バター35%、ホエイ25%（砂糖を加えたもの35%）、無糖練乳25%。割当枠外に適用される二次税率は、脱脂粉乳21.3%+396円/kg、バター29.8%+985円/kg、ホエイ29.8%+425円/kg（または687円/kg）、無糖練乳21.3%+254円/kg（または25.5%+509円）。尚、ホエイと脱脂粉乳については飼料原料用の無税枠がある。チーズの輸入は自由化されており、関税率は、ナチュラルチーズ29.8%（一部品目は26.3%、22.4%）、プロセスチーズ40%。

新自由貿易協定発効の流れ

米国を除く環太平洋連携協定「TPP11」や、日欧EPA（経済連携協定）といった新自由貿易協定の発効により、チーズやホエイなどの関税が段階的に削減されることになる（日米貿易協定における乳製品については、TPPと同じであり、また、米国輸入枠は設けていない）。例えば、同社が得意とするチェダー、ゴーダチーズといったハード系チーズなどの関税率は29.8%から、毎年約1.9%低減され、16年後には0%となる。日欧EPAにおけるフレッシュチーズと、TPP11および日欧EPAにおけるホエイについても、毎年一定枠の輸入枠が発給され、11年後には関税がなくなる。また、脱脂粉乳やバターについても、国家貿易品目のALIC入札制度は維持されるものの、TPP11参加国やEU諸国を対象に新たな輸入枠が設置され、16年間で関税が撤廃される。同社では、新たな輸入枠の設定や段階的な関税の削減により、商品価格の低下や流通小売業者などのフェアなどの実施により、乳製品の需要が喚起されると考えている。

乳製品の内外価格差

バターの小売価格（1kg）*は、酪農主要国で約8USドルであるのに対し、日本では約19USドル。生乳の生産者価格（1kg）*が、酪農主要国では約35~40USドルであるのに対して、日本では約91USドル（出所：「日本乳業年鑑」2019年版、一般社団法人 日本乳業協会）あるところに起因する面が大きい。

為替の影響

同社の収益・利益に為替変動が与える影響を理解するためには、外貨建取引等会計処理基準と金融商品に関する会計基準（ヘッジ会計）についての理解が必要である。以下の取引を想定して、為替の影響についてポイントを整理する。

6ヶ月の差異がある。

*同社には為替相場にベットしないポリシーがある。円高が予想される局面でもドル等の買い予約を行う（即ち、全ての売買契約について例外なく為替予約を行う）。

競合

乳製品を扱う商社は、旧財閥系大手商社（一事業部門）の他は、中小規模の企業が多い（競合との違いなどは、「同社の特徴」の段に前述）

- ▶ 大手総合商社（一事業部門）：三菱商事（東証1部8058）、三井物産（東証1部8031）、伊藤忠商事（東証1部8001）
- ▶ 専門輸入商社：正栄食品工業（東証2部8079）

競合（上場企業）との比較

コード	企業名	決算期	売上高 (百万円)	経常利益 または 税引前利益 (百万円)	利益率 (%)	ROA (%)	ROE (%)	自己資本比率 (%)	
8058	三菱商事	FY03/20	IFRS	14,779,734	648,864	4.4%	3.8%	9.8%	29.0%
8001	伊藤忠商事	FY03/20	IFRS	10,982,968	701,430	6.4%	4.5%	17.0%	27.4%
8031	三井物産	FY03/20	IFRS	6,885,033	534,320	7.8%	4.5%	9.7%	32.3%
3139	ラクト・ジャパン	FY11/20	連結	110,838	2,781	2.5%	6.1%	12.3%	40.4%
8079	正栄食品工業	FY10/20	連結	100,572	4,308	4.3%	5.6%	7.0%	52.7%
	平均			6,571,829	378,341	5.1%	4.9%	11.2%	36.4%

出所：各社データよりSR社作成

業績動向

21年11月期：新型コロナウイルス感染症の影響で、前期比経常6.5%減益を同社は見込む

2020年11月期実績

概要

売上高110,838百万円（前期比-5.1%）、営業利益2,959百万円（同-5.9%）、経常利益2,781百万円（同+1.2%）、親会社に帰属する当期純利益2,062百万円（同+5.1%）となった。売上高と販売数量の前期比減少は、新型コロナウイルス感染症の影響により、外食など業務用食品向けの販売が伸び悩んだことが背景。一方、利益率の高い商品の取扱いが増加したことにより、経常利益はコロナ禍でも前期比増益を達成した。

2020年11月期実績：前期比5.1%減収、同1.2%経常増益

売上高

前期比5.1%減収となった。

- ▶ 乳原料・チーズ事業においては、感染症拡大の影響で「巣ごもり消費」により家庭用乳製品需要が増加したが、外出自粛などに伴い業務用乳製品需要が減少、国産乳製品在庫が急増したことから輸入原料の販売は苦戦し販売数量が減少した。また、仕入れ単価の下落の影響から販売価格が下落し前年同期比減収となった。
- ▶ アジア事業は、日本向けの調製品原料およびフードサービス向けの原料販売が減少したものの、「巣ごもり消費」の拡大を反映した小売り向け商品の販売が堅調に推移し、売上・販売数量とも前期実績を上回った。
- ▶ 前期比5,956百万円の減収は、数量効果による減収5,385百万円、単価下落による減収378百万円（国際市況の軟調、関税低下）、為替影響による減収194百万円が背景。

経常利益

前期比1.2%増益となった。国内需要の低迷に伴い販売数量が減少した影響はあったが、利益率の高い商品の取扱いが増加したことが背景。販売先の業界拡充などを通じて、コロナ禍でも利益面で下方硬直性を堅持できたとのこと。

- ▶ 減少に伴う減益インパクトを、粗利益率改善などでカバー。
- ▶ 前期比34百万円の増益は、プロダクトミックス改善などによる粗利益率の改善による増益234百万円、為替影響による増益要因62百万円、その他増益要因103百万円により、減少に伴う減益△354百万円、販管費増による減益△11百万円をカバー。
- ▶ 同社の利益は、販売価格に対する比率で得られるものと、取扱重量当たりで得られるものに大別される。10年程前はほぼ前者によるものが全てであったが、現在ではほぼ前者と後者が半々であるとのこと。即ち、売上高の絶対額が利益に与える影響は10年前に比べて縮小している。尚、同社が重視しているKPIは販売数量である。

事業別動向

- ▼ **乳原料・チーズ**：売上高78,330百万円（前期比-8.1%）となった。販売数量は191,575トン（同-6.1%）であった。

新型コロナウイルス感染症の影響はポジティブ・ネガティブ両面あるも、業務用需要低迷の影響は大きく、販売数量は前期比6.1%減となった。売上高は販売数量減に加えて軟調に推移した国際原料相場や為替の影響（円高）もあり同8.1%減収となった。

国産乳原料在庫過多を背景とした政府による入札数量の減少や、一部の輸入原料が国産原料に置換わるマイナス影響もあった。但し、TPPや日欧EPAなどの自由貿易協定枠の活用や国産原料の販売により、売上・販売数量を下支えした。

取引先別では、新規顧客との取引開始などで販売が増加した飼料メーカーや飲料メーカー向けの販売が堅調に推移した。

- ▼ **食肉加工品**：売上高11,895百万円（前期比-3.1%）となった。販売数量は21,925トン（同+1.8%）であった。

輸入ポーク事業では、主要取引先の輸入方針の変更による販売数量の減少はあったものの、新規顧客との取引の順調な拡大でカバーした。商品としては、家庭用のハム・ソーセージの原料が堅調に推移した。

生ハム・サラミなどの食肉加工品の販売は、感染症拡大の影響を受けた外食向け需要が軟調だったため、売上・数量ともに前期比減となった。

下半期は主要調達先である米国サプライヤーにおけるコロナ禍による生産縮小の影響もあったが、期末には概ね解消した。

- ▼ **アジア事業・その他**：売上高は20,611百万円（前期比+6.8%）となった。内訳は、以下の通り。

- ▶ 乳原料販売部門の売上高は17,025百万円（同+6.2%）となった。販売数量は60,159トン（同+0.4%）であった。フードサービス向けの比率は低く、コロナ禍の影響は限定的であった。フィリピンでは主要取引先への販売アイテム増加が貢献した。リモート営業中心ながら、新規取引先の開拓も進捗した。下半期は日本の国産乳原料在庫高止まりの影響により、日本向け乳製品の原料販売が減少した。

- ▶ チーズ製造部門の売上高は2,895百万円（同+9.2%）となった。販売数量は4,197トン（同+12.3%）であった。外食・ベーカリーを含むフードサービス向け需要が、新型コロナウイルス感染症の影響により、一時低迷。一方、内食需要は旺盛でフードサービス向け需要の低迷をカバーした。地域別販売ではタイに加え、早期に感染症影響から回復した中国向けの販売が堅調に推移した。

2021年11月期同社予想**概要**

売上高115,000百万円（前期比+3.8%）、経常利益2,600百万円（同-6.5%）、親会社株主に帰属する当期純利益1,850百万円（同-10.3%）を同社は予想。事業別販売数量は、乳原料・チーズ前期比+0.4%（下段参照、以下同じ）、食肉加工同+15.0%、アジア事業・乳原料販売同-12.0%、アジア事業・チーズ製造販売同+9.4%を同社は見込む。

2021年11月期同社予想：前期比3.8%増収、同6.5%経常減益

事業環境

- ▼ 国内事業については上半期を中心に新型コロナウイルス感染症拡大による影響が継続すると同社は見込んでいる。
 - ▶ 業務用需要の低迷により、乳製品原料の需要も低迷を予測。
 - ▶ 国産乳原料在庫の高止まりによる政府輸入枠は縮小。但し、国際約束であるミニマムアクセスの維持とTPP、日欧EPAなどの枠の活用により一定量の輸入は継続される。
 - ▶ 2021年11月期を通じて国産乳原料の需給緩和対策事業の効果が実現するものと同社は期待している。
- ▶ アジア市場については、新型コロナウイルス感染症の懸念は残るものの、比較的早く経済回復が実現すると同社は想定している。
 - ▶ 中国、アセアン諸国の乳原料販売は内食需要中心に旺盛な需要を同社は見込む。
 - ▶ 日本向けの冷凍食品用・コンビニ食品用の原料チーズの引合いが継続されると同社は想定。

脱脂粉乳の国内過剰在庫に対する同社の対応

- ▶ 過去にも国内において脱脂粉乳の在庫が過剰となった際には、業界団体等による需給緩和対策が採られ、対策の効果は次年度以降に着実に発現している。例えば、同社調べでは、2003年度の国内脱脂粉乳推定期末在庫量93.2千トンに対して、2004年度には需給緩和策により22.1千トンが削減され、同年度末の推定期末在庫量は88.0千トンに低下した（前年度末比5.6%減）。以降も需給緩和対策により、国内脱脂粉乳推定期末在庫量は2005年度には前年度末比14.4%減、2006年度には同9.3%減となった。2009年度に推定期末在庫が増加した際にも、需給緩和対策が施され、2010年度末推定在庫量は同15.8%減となった。
- ▶ 新型コロナウイルス感染症の影響を背景に、同社調べでは、国内脱脂粉乳の推定在庫は2020年11月時点で80.7千トンレベルにまで拡大しており、需給緩和対策が進むと同社は考えている。過去の対策と今回を比較すると、いくつかの相違点がある。過去は生乳需給緩和のみが原因であったが、今回はコロナ禍という異常事態に起因したものである。加えて、過去の対策は主に全農を中心とした農協主体に政府が参画する事業であったため、主には生産者の拠出金による過剰対策であった。しかし、今回は、国が主体となった事業である。政府は2度にわたり合計67億円の予算措置を行い、脱脂粉乳2.4千トンの在庫削減の目途を付けた。更に、第3次補正予算の措置で、2021年内約7千トンの削減を予定している。ホクレンも、生乳完全販売に向けた緊急対策として、今年度に乳業メーカーの乳製品約10～12億円相当を負担することを発表している。
- ▶ 同社でも、国内において脱脂粉乳の在庫が過剰となった際には、国産の脱脂粉乳の販売にも積極的に対応している。通常、価格競争力のある輸入品の方がユーザーのニーズが強いいため、同社では価格が高い国産脱脂粉乳の取扱いは基本的にはないが（一部

乳業メーカーに供給する原料を除く）、補助金がつくと国産の価格が低下し競争力があるため、同社は業界のリーディングカンパニーとして国産脱脂粉乳の販売にも積極的に対応している。国産在庫が余っている顧客の在庫を、同社の販路または同社が販路を新に開拓し、販売を推進している。

- ▶ 同社における短期的メリット：輸入原料販売の減少分をカバーできること、過剰在庫の早期解消に同社が貢献できること。
- ▶ こうした対応が中長期的には新規顧客の開拓にも繋がり、国内在庫が掃ければ、安定的に安価で調達できる輸入原料の販売につながる。脱脂粉乳の在庫を抱えていたメーカーも、同社が在庫解消に協力していることもあり、国産乳製品在庫が一巡すると、新規原料や新規ビジネスの相談を同社にしてくるケースが多いとのこと。
- ▶ 同社における中長期的メリット：対策事業を契機に新規顧客を開拓できること、乳業メーカーとの関係を強化できること。

事業別同社予想

- **乳原料・チーズ**：売上高81,470百万円（前期比+4.0%）を同社は予想。数量192,431トン（同+0.4%）、単価423,373円/トン（同+3.5%）が前提。
- **食肉加工品**：売上高12,990百万円（前期比+9.2%）を同社は予想。数量25,210トン（同+15.0%）、単価515,272円/トン（同-5.0%）が前提。
- **アジア事業・その他**：売上高20,540百万円（前期比-0.3%）を同社は予想。販売数量の前提は、乳原料販売52,920トン（同-12.0%）、チーズ製造販売4,593トン（同+9.4%）。

事業計画

乳原料・チーズ

- ▶ 自由貿易協定枠の活用、新たな開発商品の拡販などによる販売増を目指す。売上・数量の維持と国産在庫削減への寄与を念頭に国産原料の販売には積極的に対応する。グループの販売網を活用した国産乳製品の輸出ビジネスの構築にも着手する。
- ▶ 国内生乳生産量減少傾向の定着による輸入乳製品原料へのシフトの流れは中期的に継続すると同社は見込む。日本の乳価は、先進国の中でも群を抜いて高い^{*1}。にも係わらず、乳価の値上げ^{*2}が続いており、それに連動して、輸入乳原料の価格も上昇するという流れがある。乳価が上昇すると乳業メーカーは最終製品に一部を転嫁し、国産乳製品の需要喪失につながるという負のスパイラルに陥っている。
- ▶ 一方、前述の通り、米国を除く環太平洋連携協定「TPP11」や、日・EU EPA（経済連携協定）、日米貿易協定といった新自由貿易協定の発効により、安価な乳製品の輸入拡大に更に勢いが付く可能性が高い。

*1 主要国の生産者平均乳価格（2018年：100kg当たり円換算価格）は、ニュージーランド4,423円、EU28カ国が4,215円、米国が3,930円に対し、日本は10,310円（出所：Jミルク；出典：JIDF「世界の酪農」）。

*2 約8割が加工用に使われる北海道産の生乳の価格を決定するホクレン農業協同組合連合会の発表によれば、2019年度の用途別原料乳価格は、飲用向け、発酵乳向け、その他向けともに、現行価格比+4円/kg（消費税別）となり、引き上げ率はそれぞれ、+3.4%、+4.6%、+4.2%となった。飲用向けとしては、4年振りの値上げ。一方、バターや脱脂粉乳などの乳製品向け乳価についても、北海道の生産者側は3年連続の引上げを目指していたが、乳業各社の強い抵抗により据え置きとなった。ホクレンは乳価引き上げで酪農家の増産意欲を喚起したいと価格引き上げを要求していたのに対し、乳業メーカー側は価格引き上げが一段の需要減につながるとして抵抗した。尚、2020年度については全用途で据え置きとなった（2020年1月29日発表）。

食肉加工品

- ▶ 輸入ポーク事業では、サプライヤーとの連携により商品のブランド化を進め、販売増を目指す。米国（北米）、カナダ、欧州に続くサプライヤー開拓を更に強化する。引き続き取引先拡大に注力する。近年新規に取引を開始した顧客へは、新商品の積極提案などで拡販を目指す。
- ▶ 国内市場では、品質改善と認知度向上により外国産豚肉の輸入量が増加している。2019年度の豚肉需要（推定出回り量）1,811.6千トン（前年度比0.9%減；過去10年間に年率1.0%成長）のうち、輸入品は913.3千トン（同1.9%減、同年率2.5%増）、国産品は898.2千トン（同0.2%増、同年率0.2%減）であった（2017年度において、初めて輸入品が国産品の量を上回った）。
- ▶ 日本における国民1人当たりの豚肉年間消費量は、農林水産省「食料需給表」によると、2000年の10.6kg/人から2019年には12.8kg/人へ増加している。OECD Meet consumptionによれば、日本における国民1人当たりの豚肉年間消費量は2018年16.2kg/人となっているが、欧米の消費水準は日本に比べて高く、アジアにおいても中国や韓国は日本に比べておよそ2倍を消費している（EU：35.5kg/人、中国30.4kg/人、韓国30.1kg/人）。これらを鑑みると、国内の豚肉消費は今後も成長する可能性があると同社では考えている。同社は成長に向けた取り組みとして、サプライソースの開拓と確保に注力する。
- ▶ 米国を豚肉（チルド/フローズンポーク）の主要調達先とする同社にとって、2020年よりスタートした日米貿易協定が、同社の価格競争力向上に作用すると同社では考えている。豚肉の関税^{*1}については、従価税部分（下記枠囲み内の3）は段階的に関税を撤廃（発効前4.3%から、1年目1.9%、9年目0%）、従量税部分（枠囲み内の1）は関税を発効前の482（枝肉361）円/kgから段階的に9年目50（同37.5）円/kgまで削減する（TPPと同様の内容）。一方、差額関税制度^{*2}と分岐点価格（524円/kg）は維持される。差額関税制度では、課税価格が異なる様々な部位を組み合わせて通関価格を524円/kg付近（1kg当たり関税額が最小化される：発効前23円/kg⇒関税削減最終年度無税）に調整するコンビネーション輸入が重要なポイントとなるが、同社はそのノウハウおよび調達先・販路を有している。

^{*1} 豚肉の関税：豚肉は、課税価格によって、以下の3種類（貿易協定発効前）の税率が適用されている。分岐点価格524円/kgの豚肉が最も関税額が低くなる（発効前23円/kg⇒関税削減最終年度無税）。
（参考：<https://www.maff.go.jp/j/kokusai/tpp/attach/pdf/index-2.pdf>）

<発効前>

1. 従量税適用限度価格（課税価格64.53円/kg）を下回るもの：関税額482円/kg
2. 従量税適用価格以上、分岐点価格（同524円/kg）以下：1kg当たり基準輸入価格（546.53円/kg）と課税価格との差額
3. 分岐点価格以上：従価税現行4.3%

<関税削減最終年度>

- ・従量税（課税価格474円/kgを下回る）：関税額50円/kg
- ・従量税（同474円/kg～524円/kgを下回る）：1kg当たり基準輸入価格（524円/kg）と課税価格との差額
- ・従量税（同524円/kg以上）：無税

^{*2} 豚肉の差額関税制度（分岐点価格制度Gate Price System）：需要者と国内生産者のバランスを図る制度。輸入品の価格が低いときは基準輸入価格に満たない部分を関税として徴収して国内養豚農家を保護する一方、価格が高いときには低率な従価税を適用することにより関税負担を軽減し消費者の利益を図る。具体的には、上記の税率によって成り立っている。

アジア事業

▶ 乳原料販売：日本向け乳製品の原料販売は当面コロナ禍の影響が残るものの、新型コロナウイルス感染症の影響からの回復が早く取引が拡大している中国向けや、堅調に推移する東南アジアの現地企業向けの販売の更なる拡大を目指す。サプライヤーとの連携で競争力のある乳原料を開発し競合に対抗していく。本社の乳原料部門と連携し、国産乳製品のアセアン地域での拡販体制の構築に着手する。

チーズ製造販売：日本より早期の市場回復を同社は見込んでおり、販売増を目指す。特に、取引が拡大しつつある中国向けの販売は更に強化する方針。激しさを増す競争環境を踏まえ、耐熱性チーズに続く、差別化できる商品開発に注力。早期の市場投入を目指す。グループの調達力を活かした原料チーズの見直しによるコスト改善や、生産性向上への取組みを強化する。

同社事業部別業績推移

事業別業績推移														
(百万円)	10年11月期 非連結	11年11月期 非連結	12年11月期 非連結	13年11月期 連結	14年11月期 連結	15年11月期 連結	16年11月期 連結	17年11月期 連結	18年11月期 連結	19年11月期 連結	20年11月期 連結	21年11月期 連結	22年11月期 連結	23年11月期 連結
売上高	46,411	56,089	55,201	75,943	96,550	98,001	88,679	101,335	115,441	116,794	110,838	115,000		141,000
(前年比)	-	20.9%	-1.6%	37.6%	27.1%	1.5%	-9.5%	14.3%	13.9%	1.2%	-5.1%	3.8%		8.4%*
<事業部門別売上高>														
乳原料・チーズ	-	-	-	47,899	63,978	69,047	60,543	70,019	85,290	85,206	78,330	81,470		97,100
(前年比)	-	-	-	33.6%	7.9%	-12.3%	15.7%	21.8%	-0.1%	-8.1%	4.0%		7.4%*	
(構成比)	-	-	-	63.1%	66.3%	70.5%	68.3%	69.1%	73.9%	73.0%	70.7%	70.8%		68.9%
食肉加工	-	-	-	14,971	15,673	15,449	16,338	15,253	12,576	12,280	11,895	12,990		17,200
(前年比)	-	-	-	4.7%	-1.4%	5.8%	-6.6%	-17.6%	-2.4%	-3.1%	9.2%		13.1%*	
(構成比)	-	-	-	19.7%	16.2%	15.8%	18.4%	15.1%	10.9%	10.5%	10.7%	11.3%		12.2%
アジア事業・その他	-	-	-	13,073	16,899	13,503	11,797	-	-	-	-	-		-
(前年比)	-	-	-	29.3%	-20.1%	-12.6%	-	-	-	-	-	-		-
(構成比)	-	-	-	17.2%	17.5%	13.8%	13.3%	-	-	-	-	-		-
アジア事業 (乳原料販売)	-	-	-	-	-	-	-	13,348	14,578	16,026	17,025	15,640		20,600
(前年比)	-	-	-	-	-	-	-	9.2%	9.9%	6.2%	-8.1%		6.6%*	
(構成比)	-	-	-	-	-	-	-	13.2%	12.6%	13.7%	15.4%	13.6%		14.6%
アジア事業 (チーズ製造販売)	-	-	-	-	-	-	-	1,919	2,116	2,651	2,895	3,120		3,600
(前年比)	-	-	-	-	-	-	-	10.3%	25.3%	9.2%	7.8%		7.5%*	
(構成比)	-	-	-	-	-	-	-	1.9%	1.8%	2.3%	2.6%	2.7%		2.6%
その他	-	-	-	-	-	-	-	793	878	630	690	1,780		2,500
(前年比)	-	-	-	-	-	-	-	10.7%	-28.2%	9.5%	158.0%		53.6%*	
(構成比)	-	-	-	-	-	-	-	0.8%	0.8%	0.6%	1.5%		1.8%	
<地域別売上高>														
日本	-	-	-	62,387	79,693	84,879	77,395	85,418	98,483	97,879				
(前年比)	-	-	-	27.7%	-	-8.8%	10.4%	15.3%	-0.6%					
(構成比)	-	-	-	82.1%	82.5%	86.6%	87.3%	84.3%	85.3%	83.8%				
アジア地域	-	-	-	13,142	16,824	13,083	11,270	15,911	16,945	18,866				
(前年比)	-	-	-	28.0%	-	-13.9%	41.2%	6.5%	11.3%					
(構成比)	-	-	-	17.3%	17.4%	13.4%	12.7%	15.7%	14.7%	16.2%				
その他	-	-	-	414	33	39	14	6	12	49				
(前年比)	-	-	-	-92.1%	-	-63.9%	-54.8%	92.9%	300.9%					
(構成比)	-	-	-	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
<顧客別売上高：構成比10%以上>														
米久株式会社	-	-	-	10,530	10,170	-	10,235	8,823	-	-				
(前年比)	-	-	-	13.9%	10.5%	-	11.5%	8.7%	-	-				
<部門別販売数量>														
販売数量合計	-	-	-	192,263	202,732	215,504	246,757	275,530	289,299	277,856	275,154			342,900
				-	5.4%	6.3%	14.5%	11.7%	5.0%	-4.0%	-1.0%			7.3%*
乳原料・チーズ (t)	101,820	111,717	113,123	122,148	129,810	141,540	148,091	172,885	198,445	204,105	191,575	192,431		232,700
(前年比)	5.4%	9.7%	1.3%	8.0%	6.3%	9.0%	4.6%	16.7%	14.8%	2.9%	-6.1%	0.4%		6.7%*
t 当たり単価 (円)	-	-	-	392,136	492,861	487,827	408,823	405,003	429,792	417,462	408,874	423,373		417,275
(前年比)	-	-	-	25.7%	-1.0%	-16.2%	-0.9%	6.1%	-2.9%	-2.1%	3.5%			0.7%*
食肉加工 (t)	-	-	-	25,809	25,010	28,029	26,349	21,595	21,532	21,925	25,210			32,000
(前年比)	-	-	-	-3.1%	12.1%	-6.0%	-18.0%	-0.3%	1.8%	15.0%				13.4%*
t 当たり単価 (円)	-	-	-	607,257	617,713	582,896	578,883	582,357	570,314	542,531	515,272			537,500
(前年比)	-	-	-	1.7%	-5.6%	-0.7%	0.6%	-2.1%	-4.9%	-5.0%				-0.3%*
アジア事業 (乳原料販売) (t)	-	-	-	34,914	34,223	37,472	45,014	52,822	59,925	60,159	52,920			72,600
(前年比)	-	-	-	-2.0%	9.5%	20.1%	17.3%	13.4%	0.4%	-12.0%				6.5%*
t 当たり単価 (円)	-	-	-	-	-	-	296,530	275,983	267,434	283,000	295,540			283,747
(前年比)	-	-	-	-	-	-	-6.9%	-3.1%	5.8%	4.4%				0.1%*
アジア事業 (チーズ製造販売) (t)	-	-	-	1,730	1,959	1,912	2,509	2,668	3,737	4,197	4,593			5,600
(前年比)	-	-	-	13.2%	-2.4%	31.2%	6.3%	40.1%	12.3%	9.4%				10.1%*
t 当たり単価 (円)	-	-	-	-	-	-	764,847	793,103	709,393	689,778	679,295			642,857
(前年比)	-	-	-	-	-	-	-	3.7%	-10.6%	-2.8%	-1.5%			-2.3%*

出所：同社データおよびヒアリングを基にSR社作成

*19年11月期～22年11月期会社予想の年率成長率

**百万円未満を四捨五入 (会社発表数値は百万円未満切り捨て)

四半期（累計）業績動向

四半期累計 (百万円)	FY11/18				FY11/19				FY11/20				FY11/20	
	1Q 連結	1~2Q 連結	1~3Q 連結	1~4Q 連結	1Q 連結	1~2Q 連結	1~3Q 連結	1~4Q 連結	1Q 連結	1~2Q 連結	1~3Q 連結	1~4Q 連結	進捗率	会予
売上高	29,462	59,165	87,943	115,441	27,886	57,712	87,536	116,794	28,222	57,912	85,065	110,838	99.9%	111,000
前年同期比	35.3%	27.3%	20.7%	13.9%	-5.3%	-2.5%	-0.5%	1.2%	1.2%	0.3%	-2.8%	-5.1%		0.1%
乳原料・チーズ部門	21,972	43,812	65,668	85,290	21,109	42,675	64,795	85,206	20,061	39,927	59,925	78,330		
前年同期比	61.9%	46.4%	33.5%	21.8%	-3.9%	-2.6%	-1.3%	-0.1%	-5.0%	-6.4%	-7.5%	-8.1%		
構成比	74.6%	74.1%	74.7%	73.9%	75.7%	73.9%	74.0%	73.0%	71.1%	68.9%	70.4%	70.7%		
食肉加工品部門	3,337	6,616	9,607	12,576	2,941	6,104	9,291	12,280	2,900	6,107	8,781	11,895		
前年同期比	-22.4%	-21.1%	-19.3%	-17.6%	-11.8%	-7.7%	-3.3%	-2.4%	-1.4%	0.0%	-5.5%	-3.1%		
構成比	11.3%	11.2%	10.9%	10.9%	10.5%	10.6%	10.6%	10.5%	10.3%	10.5%	10.3%	10.7%		
アジア事業その他	4,151	8,735	12,667	878	3,834	8,932	13,449	630	5,259	11,876	16,358	20,611		
前年同期比	6.4%	6.9%	7.9%	10.7%	-7.6%	2.3%	6.2%	-28.2%	37.2%	33.0%	21.6%	3,171.6%		
構成比	14.1%	14.8%	14.4%	0.8%	13.7%	15.5%	15.4%	0.5%	18.6%	20.5%	19.2%	18.6%		
アジア事業その他(乳原料販売)	3,436	7,302	10,431	14,578	2,992	7,303	11,013	16,026	4,411	10,138	13,752	17,025		
前年同期比	5.6%	6.1%	6.7%	9.2%	-12.9%	0.0%	5.6%	9.9%	47.4%	38.8%	24.9%	6.2%		
構成比	11.7%	12.3%	11.9%	12.6%	10.7%	12.7%	12.6%	13.7%	15.6%	17.5%	16.2%	15.4%		
アジア事業その他(チーズ製造販売)	499	997	1,552	2,116	658	1,284	1,963	2,651	680	1,352	2,036	2,895		
前年同期比	10.0%	12.1%	13.1%	10.3%	31.9%	28.8%	26.5%	25.3%	3.3%	5.3%	3.7%	9.2%		
構成比	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	2.4%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	2.6%		
アジア事業その他(その他)	216	436	684	-15,816	184	345	473	630	168	386	570	691		
前年同期比	9.6%	9.5%	15.5%	9.3%	-14.8%	-20.9%	-30.8%	-104.0%	-8.7%	11.9%	20.5%	9.7%		
構成比	0.7%	0.7%	0.8%	-13.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%		
<販売数量>														
乳原料・チーズ部門(トン)	53,509	104,168	154,317	198,445	49,784	100,139	152,953	204,105	49,413	98,294	145,534	191,575		
前年同期比	49.6%	37.9%	25.2%	14.8%	-7.0%	-3.9%	-0.9%	2.9%	-0.7%	-1.8%	-4.9%	-6.1%		
食肉加工品部門(トン)	5,789	11,366	16,505	21,595	4,985	10,511	16,317	21,532	5,220	11,453	16,143	21,925		
前年同期比	-22.7%	-22.0%	-19.9%	-18.0%	-13.9%	-7.5%	-1.1%	-0.3%	4.7%	9.0%	-1.1%	1.8%		
アジア事業その他(乳原料販売)(トン)	11,977	26,431	38,409	52,822	11,298	27,892	41,746	59,925	14,676	34,921	48,281	60,159		
前年同期比	10.4%	14.4%	15.8%	17.3%	-5.7%	5.5%	8.7%	13.4%	29.9%	25.2%	15.7%	0.4%		
アジア事業その他(チーズ製造販売)(トン)	643	1,289	1,950	2,668	874	1,804	2,732	3,737	1,014	1,983	2,949	4,197		
前年同期比	4.6%	9.8%	8.0%	6.3%	35.8%	40.0%	40.1%	40.1%	16.0%	9.9%	7.9%	12.3%		
<単価>														
乳原料・チーズ部門(円/kg)	411	421	426	430	424	426	424	417	406	406	412	409		
前年同期比	8.2%	6.2%	6.6%	6.1%	3.3%	1.3%	-0.4%	-2.9%	-4.3%	-4.7%	-2.8%	-2.1%		
食肉加工品部門(円/kg)	576	582	582	582	590	581	569	570	556	533	544	543		
前年同期比	0.4%	1.2%	0.7%	0.6%	2.3%	-0.2%	-2.2%	-2.1%	-5.8%	-8.2%	-4.5%	-4.9%		
アジア事業その他(乳原料販売)(円/kg)	287	276	272	276	265	262	264	267	301	290	285	283		
前年同期比	-4.3%	-7.2%	-7.8%	-6.9%	-7.7%	-5.2%	-2.9%	-3.1%	13.5%	10.9%	8.0%	5.8%		
アジア事業その他(チーズ製造販売)(円/kg)	776	773	796	793	753	712	719	709	671	682	690	690		
前年同期比	5.4%	2.1%	4.8%	3.7%	-3.0%	-8.0%	-9.7%	-10.6%	-10.9%	-4.2%	-3.9%	-2.8%		
売上原価	27,942	56,028	83,001	108,930	26,319	54,347	82,387	109,994	26,535	54,505	79,981	104,211		
前年同期比	38.1%	28.4%	20.7%	13.5%	-5.8%	-3.0%	-0.7%	1.0%	0.8%	0.3%	-2.9%	-6.1%		
原価率	94.8%	94.7%	94.4%	94.4%	94.4%	94.2%	94.1%	94.2%	94.0%	94.1%	94.0%	94.0%		
売上総利益	1,519	3,137	4,942	6,511	1,567	3,365	5,149	6,801	1,686	3,407	5,084	6,626		
前年同期比	-1.3%	9.7%	21.9%	20.9%	3.1%	7.3%	4.2%	4.4%	7.6%	1.2%	-1.3%	-2.6%		
利益率	5.2%	5.3%	5.6%	5.6%	5.6%	5.8%	5.9%	5.8%	6.0%	5.9%	6.0%	6.0%		
販管費	752	1,657	2,568	3,502	831	1,757	2,660	3,656	922	1,826	2,709	3,667		
前年同期比	-1.3%	3.7%	6.7%	1.1%	10.4%	6.0%	3.6%	4.4%	10.9%	3.9%	1.8%	0.3%		
売上高販管費率	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%		
営業利益	767	1,480	2,374	3,009	736	1,608	2,490	3,144	764	1,581	2,375	2,959		
前年同期比	-1.4%	17.2%	44.0%	56.4%	-4.0%	8.7%	4.9%	4.5%	3.8%	-1.7%	-4.6%	-5.9%		
利益率	2.6%	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%		
為替差損益	38	-219	-256	-135	-116	-185	-186	-114	15.5	-39	-21	0		
前年同期比	-93.8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
売上高比率	0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.0%	0.0%		
営業利益+為替差損益	805	1,261	2,118	2,874	620	1,423	2,303	3,030	780	1,542	2,354	2,959		
前年同期比	-42.1%	-35.9%	-17.7%	-6.8%	-22.9%	12.8%	8.8%	5.4%	25.7%	8.4%	2.2%	-2.4%		
利益率	2.7%	2.1%	2.4%	2.5%	2.2%	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%	2.7%	2.8%	2.7%		
経常利益	746	1,133	1,924	2,613	536	1,253	2,087	2,747	753	1,434	2,209	2,781	95.9%	2,900
前年同期比	-41.4%	-36.1%	-17.1%	3.6%	-28.2%	10.5%	8.4%	5.1%	40.6%	14.5%	5.8%	1.2%		4.3%
利益率	2.5%	1.9%	2.2%	2.3%	1.9%	2.2%	2.4%	2.4%	2.7%	2.5%	2.6%	2.5%		2.6%
四半期純利益	493	736	1,291	1,784	376	888	1,490	1,963	546	1,040	1,608	2,062	101.6%	2,030
前年同期比	-42.5%	-38.7%	-17.9%	1.7%	-23.8%	20.5%	15.4%	10.0%	45.3%	17.2%	7.9%	5.1%		-1.6%
利益率	1.7%	1.2%	1.5%	1.5%	1.3%	1.5%	1.7%	1.7%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%		1.8%
為替レート														
円/米ドル	110.61	109.18	109.73	110.47	110.62	110.78	109.71	109.33	109.53	108.55	107.97	107.27		
円/ユーロ	134.17	132.52	131.34	130.91	125.89	125.30	123.73	122.63	120.87	119.33	120.52	121.40		

出所：同社データを基にSR社作成

*百万円未満を四捨五入（会社発表数値は百万円未満切り捨て）

四半期業績動向

四半期 (3か月) (百万円)	FY11/18				FY11/19				FY11/20			
	1Q 連結	2Q 連結	3Q 連結	4Q 連結	1Q 連結	2Q 連結	3Q 連結	4Q 連結	1Q 連結	2Q 連結	3Q 連結	4Q 連結
売上高	29,462	29,703	28,778	27,498	27,886	29,826	29,824	29,258	28,222	29,690	27,153	25,773
前年同期比	35.3%	20.3%	9.1%	-3.5%	-5.3%	0.4%	3.6%	6.4%	1.2%	-0.5%	-9.0%	-11.9%
売上原価	27,942	28,085	26,974	25,929	26,319	28,028	28,040	27,607	26,535	27,969	25,476	24,231
前年同期比	38.1%	20.1%	7.2%	-4.5%	-5.8%	-0.2%	4.0%	6.5%	0.8%	-0.2%	-9.1%	-12.2%
原価率	94.8%	94.6%	93.7%	94.3%	94.4%	94.0%	94.0%	94.4%	94.0%	94.2%	93.8%	94.0%
売上総利益	1,519	1,618	1,805	1,569	1,567	1,798	1,784	1,651	1,686	1,721	1,677	1,542
前年同期比	-1.3%	22.6%	51.0%	17.8%	3.1%	11.1%	-1.1%	5.2%	7.6%	-4.3%	-6.0%	-6.6%
利益率	5.2%	5.4%	6.3%	5.7%	5.6%	6.0%	6.0%	5.6%	6.0%	5.8%	6.2%	6.0%
販管費	752	905	910	934	831	926	903	997	922	904	883	958
前年同期比	-1.3%	8.4%	12.7%	-11.7%	10.4%	2.3%	-0.9%	6.7%	10.9%	-2.4%	-2.2%	-3.8%
売上高販管费率	2.6%	3.0%	3.2%	3.4%	3.0%	3.1%	3.0%	3.4%	3.3%	3.0%	3.3%	3.7%
営業利益	767	713	894	635	736	872	882	655	764	817	794	584
前年同期比	-1.4%	47.1%	131.1%	131.2%	-4.0%	22.3%	-1.4%	3.1%	3.8%	-6.3%	-10.0%	-10.8%
利益率	2.6%	2.4%	3.1%	2.3%	2.6%	2.9%	3.0%	2.2%	2.7%	2.8%	2.9%	2.3%
為替差損益	38	-257	-37	121	-116	-69	-1	72	15.5	-54	18	21
前年同期比	-93.8%	-	-	-48.3%	-	-	-	-40.3%	-	-	-	-71.1%
売上高比率	0.1%	-0.9%	-0.1%	0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.0%	0.2%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.1%
営業利益+為替差損益	805	456	857	756	620	802	881	727	780	762	812	605
前年同期比	-42.1%	-21.2%	41.3%	48.7%	-22.9%	75.9%	2.7%	-3.9%	25.7%	-5.0%	-7.8%	-16.8%
利益率	2.7%	1.5%	3.0%	2.7%	2.2%	2.7%	3.0%	2.5%	2.8%	2.6%	3.0%	2.3%
経常利益	746	388	791	688	536	717	834	660	753	680	775	572
前年同期比	-41.4%	-22.6%	44.5%	240.7%	-28.2%	84.9%	5.5%	-4.1%	40.6%	-5.1%	-7.1%	-13.3%
利益率	2.5%	1.3%	2.7%	2.5%	1.9%	2.4%	2.8%	2.3%	2.7%	2.3%	2.9%	2.2%
当期純利益	493	243	555	493	376	512	602	473	546	495	567	455
前年同期比	-42.5%	-29.2%	48.9%	170.8%	-23.8%	110.6%	8.6%	-4.0%	45.3%	-3.4%	-5.9%	-3.9%
利益率	1.7%	0.8%	1.9%	1.8%	1.3%	1.7%	2.0%	1.6%	1.9%	1.7%	2.1%	1.8%

出所：同社データを基にSR社作成

*百万円未満を四捨五入（会社発表数値は百万円未満切り捨て）

中期戦略

既存顧客ビジネスの「進化」と、新規ビジネスの構築などにより持続的成長を目指す

中期戦略

ローリング方式

同社では経営環境の変化等に柔軟に対応するため、ローリング方式により中期経営計画を毎年度改定することとしている。「NEXT-LJ2022」（2020年11月期～2022年11月期）をローリングし、2021年1月14日に最新中期経営計画「NEXT-LJ2023」（2021年11月期～2023年11月期）を発表した。

概要

最新の中期経営計画「NEXT-LJ2023」では、2023年11月期の業績目標として、売上高141,000百万円（2020年11月実績比127.2%）、経常利益3,500百万円（同125.9%）、親会社株主に帰属する当期純利益2,500百万円（同121.2%）を掲げている。前回中期経営計画「NEXT-LJ2022」の最終年度（2022年11月期）の各業績目標値が、今回中期経営計画「NEXT-LJ2023」の最終年度（2023年11月期）の各業績目標として1年後ろ倒しされた。新型コロナウイルス感染症の影響を受けて、事業環境と前提条件の見直しを行ったことが背景。

取扱数量の拡大によるトップラインの伸長と、海外事業の利益寄与度上昇、同社グループの次世代を担う新規事業の拡大が業績目標の根底にある。

中期経営計画「NEXT-LJ2023」の数値目標

(単位：百万円)	2019年11月期 実績	2020年11月期 実績	2021年11月期 会予	2023年11月期 会予
売上高	116,794	110,838	115,000	141,000
経常利益	2,747	2,781	2,600	3,500
利益率	2.4%	2.5%	2.3%	2.5%
当期純利益	1,963	2,062	1,850	2,500
利益率	1.7%	1.9%	1.6%	1.8%

出所：同社資料よりSR社作成

中期戦略

- ▶ 2023年11月期会社計画売上高141,000百万円（2020年11月期実績比127.2%）
- ▶ 同経常利益3,500百万円（同125.9%）
- ▶ 取引数量拡大によるトップライン伸長と海外事業（アジア）の利益寄与度上昇
- ▶ 次世代を担う新規ビジネスの構築を図る
- ▶ 重点施策：①既存顧客とのビジネスの「進化」と新規顧客の開拓、②「アジア」での事業拡大、③次世代ビジネスの構築、④持続的成長のための経営基

環境認識

同社は、コロナ禍の影響を考慮し、環境認識・収益予想前提を、以下のように考えている。日本市場、アジア市場それぞれにおいて、施策の優先順位や実行方法については適宜見直しを図っていくとしている。

▶ 日本市場

- ・ 消費者の健康志向の高まりにより家庭用乳製品需要が定着する。
- ・ 健康をキーワードに機能性を高めた食品の開発ニーズが高まる。
- ・ 新型コロナウイルス感染症拡大により業務用乳製品需要が低迷する。
- ・ 国産乳製品原料在庫過多により国家貿易品目（脱脂粉乳・バター）の入札量が減少する。
- ・ 新型コロナウイルス感染防止のための行動制限が営業活動へ影響を与える。

▶ アジア市場

- ・ アジア経済は、欧米や日本と比較して新型コロナウイルス感染症の影響からの早期に回復する。
- ・ アジアにおいて食の欧米化が進展する。
- ・ 販売エリアにおいて「Lacto Approach」*営業が浸透していく・
- ・ ジャパンブランド食品に対する需要が顕在化していく。

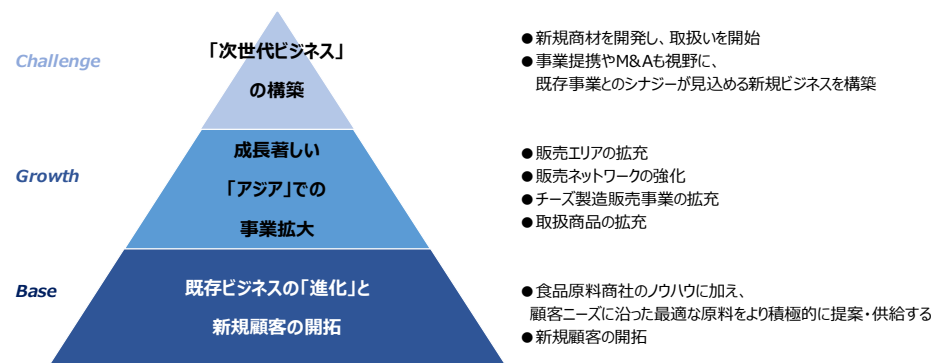
*「Lacto Approach」：日本市場で長年培ってきた顧客ニーズの最適化を目指す営業スタイル。具体的には、グローバルネットワークを駆使した情報提供や、安定・安心な原料の供給体制、更にはプロフェッショナル人材による知見・ノウハウの提供などによる顧客対応など。

基本方針：既存顧客ビジネスの「進化」と、同社グループの次世代を担う新規ビジネスの構築

具体的には、以下の3つ。

- ▶ 既存ビジネスの「進化」と「新規顧客の開拓」
- ▶ 成長著しい「アジア」での事業拡大を図る
- ▶ 次世代ビジネスを構築する

中期経営計画「NEXT-LJ2023」：基本方針と主な施策



出所：同社資料を基にSR社作成

重点施策

- ▶ 既存ビジネスの「進化」および「新規顧客の開拓」：

既存顧客とのビジネスの「進化」

既存顧客とのビジネスにおいては、「進化」をテーマに施策を図る。「進化」とは、同社が長年培った食品原料商社のノウハウに加え、TPP11や日欧EPA、日米貿易協定といっ

た貿易制度を活用し、原産地・コスト・品質・納期などにおいて顧客ニーズに沿った最適な原料を積極的に提案・供給することを意味する。

新規顧客の開拓

乳原料ニーズがありながら従来取引がなかった業界や機能性食品原料などの新規商品のニーズがある業界などに、取引先企業の裾野を広げるためのアプローチを従来以上に積極化していく。

同社によれば、乳業技術が進み、国内では生産していない乳原料がある。日本で生産されている乳原料は、生クリーム、バター、脱脂・全粉乳、チーズ、ホエイのみであるが、世界には100種類以上の乳原料がある。日本の乳業メーカー、飲料メーカーなどに日本では製造できない乳原料を紹介し、提供していく。例えば、育児粉乳のタンパク質については、母乳にいかにか近づけるかが鍵となるが、母乳と牛乳の最大の違いであるタンパク質の配合を調整し、抽出し、粉ミルクメーカーに供給する。現行制度下では高い関税がかかっている。しかし、前述した通り、国内乳原料のみでは国内消費を充足できない結果、輸入依存度は年々上昇している。国内メーカー（顧客）が原料に求める要求は非常に高く、かつ、特殊なものを求める傾向が高い。そうした顧客の要求に迅速に対応するには仕入先との関係性が重要になる（新規参入は実績がないと難しい）。同時に、2次関税を下げるために、砂糖や植物油などを混ぜて半製品（調整品）として輸入するなどの方法による工夫も行うなど、同社は顧客に付加価値を提供している。

▼ アジアでの事業拡大：

販売エリアの拡大

食の欧米化が加速する地域を重点地域に定め、現地の代理店や現地企業との新規取引開始を目指し、「Lacto Approach」による営業展開を目指す。重点市場としては、フィリピン、中国、マレーシア、タイ、インドネシア、ベトナムなどを同社は想定している。フィリピンへのアプローチ（既にシェアが大きい大手乳製品原料メーカーからのシェアの奪取）を更に強化し、その成功モデルにより東南アジア新興諸国への販売ルートを開拓する。

販売ネットワークの強化

既存の販売エリアにおいては、「Lacto Approach」営業を継続・進化することで、各顧客の1供給元から主要供給元へのポジション向上を図る。

同社によれば、同社のアジア地域の駐在員は8名超であり、日本の総合商社の食品部門でもそれだけの駐在員がいる企業は他にない。更に、同社は乳製品に特化しているため、アジアにおける競争力は高い。アジアでのチーズ製造のための設備投資では、投資直後には赤字も計上し苦勞もしてきたが、現在では累損は一掃されており、今後は投資の果実の刈り取り時期となる。

日本が過去に経験してきたように、アジア諸国においても食文化の欧米化が進み、アイスクリーム、チョコレート、ピザなどの乳製品需要が拡大していくと同社では見込んでいる。同社が海外事業の展開地としてアジア諸国を選択している理由は、アジアに進出する日系メーカーに「日本品質」の乳原料・チーズを提供すること、経済その他の情報を熟知しており日本で育まれた独自の乳製品・チーズ文化をアジア諸国へ展開可能である（乳製品の本場である欧米では戦える余地が少ない）と考えることが背景にある。同社ブランドをアジア諸国にも浸透させ、国内で培ってきたビジネスの応用範囲を拡大させていく。

製造事業の拡充

自社製品の開発を更に進め、アジアにおけるBtoBプロセスチーズメーカーとしてのブランドを確立し、アジア地域において業務用チーズのトップブランドを目指す。

取扱商品の拡充

アジアの顧客向けに販売する取扱商品のアイテム拡充により、市場の変化・成長に応じた原料販売の拡充を目指す。また、高付加価値商品としてシンガポールなどで評価を得ている「日本乳製品」の輸出による販売増にも取り組んでいく。

▼ 次世代ビジネスの構築：

新規商品を開発し、取扱いを開始

機能性食品原料の取扱い*を拡大し、スポーツ、ヘルスケア、美容関連など、新たな業界への販売を広げる取り組みを加速する。

* 乳製品以外の副原料、周辺領域の商材を含み、それら新規商材を同社スタイルで取り扱っていく。

既存事業とシナジー効果の高い「新規事業」への参入

中長期的な成長に向けて「新規事業」への参入を引き続き模索していく。「新規事業」は同社グループの強みである調達力や営業力を活かし、既存事業とのシナジー効果が見込める分野を基本として検討していく。

▼ 持続的成長のための経営基盤の強化：

監査等委員会設置会社への移行

2021年2月25日に予定されている株主総会の決議を経て、経営体制を監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行し、ガバナンス体制のさらなる強化と意思決定の迅速化を図る。

サステナブル経営

ESGへの取り組みを加速する。取り組み内容、進捗などについてはホームページなどで積極的に情報を公開していく。

具体的施策

① 商品開発と提案営業の強化（乳原料・チーズ事業）：輸入原料をベースに付加価値を高めた商品開発と提案営業強化を図る。具体的には、以下の通り。

- ・ TPP、日欧EPAなど、自由貿易協定に対応した商品を開発する：TPPや日欧EPAにより原料の関税が下がり、組み合わせで新たな原料が生まれるなど、関税メリットの享受が商品開発の機会となる。そのため同社ではサプライヤーと共同で新規原料を開発し、顧客に提案をしていく（既に一部提案をしている）。
- ・ ユーザーのオペレーションコスト改善に寄与する原料を開発する：アフターコロナを視野に入れても、国内での労働力の確保は難しいため、製造工程の効率化のニーズがより高まると同社は考えている。例えば、脱脂粉乳は袋に入っており、袋で納品すると、顧客の製造工程では、袋を切って投入する作業が必要となるが、液状の原料で納品すれば、作業工程における手間が省ける。
- ・ コンビニや飲料メーカーなどの商品開発を担うレシピ開発会社との取組みを強化する：同社ではコンビニ、スーパーに営業を行っているが、実際に原料を選択するのはレシピ開発会社（ベンダー）であるため、開発会社に原料を提案していく。例えば、ベンダーが製造したデザートの商品品質改善に寄与する乳原料を提案して問題を解決するなど同社の専門知識を活かした取組みを強化する。
- ・ “ESG”のテーマに則した商品を開発する：環境に配慮し生産・製造された原料やトレーサビリティを確保した原料、植物由来の原料などを開発・提案する。

② 機能性食品原料事業の積極展開（乳原料・チーズ事業／その他事業）

営業活動：

- ・ 事業開発部門と乳原料部門との連携で既存分野の顧客への提案を優先する。
- ・ 新規分野はスポーツニュートリション分野からアプローチしていく：乳たんぱく

の需要についてはコロナ禍で自宅で運動をしてプロテイン補充するケースなどが増加し、需要が増加した。同社ではスポーツジムなど向けにOEMでプロテインを製造しているメーカーに原料を供給している。OEMメーカーは、従前はサプリメント会社などから原料を仕入れていたが価格も高く乳たんぱくの種類も限定されていた。一方、同社は乳たんぱくの専門家であるため、種類が多く安価な原料調達が可能でOEMメーカーへの供給量が増加しているとのこと。

商品開発：

- ・ 海外拠点と連携し、乳たんぱく原料の新商品開発とサプライヤー開拓を強化する。
- ・ プラントベースフード（PBF：植物由来食品）など新商品のアイテムを拡充する：オーツ麦やナッツ類の取扱いを開始している。ナッツはコモディティ化しているが、アーモンドは南米などから輸入している。ESG的には児童労働や殺菌のための農薬散布など問題視されるが、同社ではそれらの問題を排除した食品をサプライソースからスペシャル原料として輸入し市場に供給しているとのこと。

- ③ 「国産乳製品」の輸出販売に着手する（乳原料・チーズ事業／アジア・乳原料）。同社の優位性を活かし「国産乳製品」の輸出・販売ビジネスを構築する。

輸出先のターゲットはアジア：

- ・ アセアンおよび中国市場の開拓を目指す
- ・ 日本政府が農林水産物・食品輸出を強化している*。

ラクトの優位性を活用：

- ・ アジアの販売ネットワークを活用する。
- ・ 日本の乳業メーカーとの良好な関係性を活かし、競争力ある商品の調達を行う。

* 日本の農林水産物・食品の輸出額は2012年の449,700百万円から2019年には912,100百万円へ拡大している。日本政府は当該輸出額を2025年に2兆円、2030年に5兆円へ拡大することを目標に掲げている。海外で評価される日本の強みを有する輸出拡大余地の大きい27品目（政府の重点品目）に、牛乳・乳製品が含まれる。2019年の農産物輸出額は587,800百万円、内、牛乳・乳製品は18,445百万円。農産物輸出目標額は2025年1.3兆円、2030年3.3兆円。（以上、出所：農林水産省「農林水産行政の動向と農業・食品産業のAfter Withコロナ対策」）

同社としても、数年前から国産品を輸出しアジアの販路に乗せる模索をしており、既に某乳業メーカーの牛乳を輸出してシンガポールで販売している。輸出のため価格は高いが巣ごもり需要もあり販売は好調であるとのこと。「北海道ブランド」の牛乳は主に富裕層から支持されているとのこと。

シンガポールにおいて日本製乳製品のニーズがあることは確認できたが、今後のターゲットは中国市場であるとのこと。中国は日本の原発問題を契機に日本からの食品輸入を止めている。しかし、再開後には、中国市場に日本の乳製品をジャパンプレミアム製品として輸出していきたいとのこと。

- ④ チーズの開発強化と生産体制の改善（アジア・チーズ）：

同社はアジアでプロセスチーズメーカーとして十数年展開してきたが、近年競争が増加している。但し、高い開発力により各顧客のニーズに合った製品を開発しており、競争をリードしていると同社は考えている。同社はこれまでも顧客ニーズに合った製品を開発し成功してきた。現在4～5品目を品開発中であり、今後も順次市場に開発製品

を投入できれば、さらなる成長が見込まれると同社は考えている。

価格競争が激しい地域であるため、原料チーズの調達が必要となり、同社が世界中から価格競争力のあるチーズ原料を調達できることは強みとなっている。

生産体制の見直しについては、現在はコロナ禍でシンガポール工場の増強が延期となっているが、コロナ禍が収束すれば工事が再開され生産能力増強となる。欧州の顧客も同社がアジアで生産する製品に興味を示すなど顧客層も拡大しているため、シンガポールからの輸出も視野に入れている。そのため、現在、工場の国際認証取得のために動いており、認証が取得できれば欧米への販路拡大も検討していく考え。

シンガポール工場増強時には生産能力は年間1,000トン増となる。現状、繁忙期は工場が2直交代で稼働しているが、工場を拡充し余裕をもって生産をする計画。コロナ禍・工場の拡充が延期となっても、同社の販売数量計画に変更はないとのこと。

⑤ 「現地化」をキーワードに営業力を更に強化（アジア・乳原料）

現地化はアジアに進出した当時の課題である。同社が日本で培った知見・営業スタイル・専門性などを、これまでは現地で日本人がLacto Approachとして営業活動をしてきて現地顧客からも好評であった。今後は、現地スタッフにも伝授をし、現地社員を育成したいとのこと。現在は、数名（シンガポール1名、タイ1名、フィリピン1名）の候補者を日本人営業スタッフが教育している。日本流・アジア流の両方を備えた営業スタッフが育成できれば大きな戦力となり、ベトナムやカンボジアなどにも展開を拡大できると同社は考えている

同社が想定している中長期的な資金使途

- ▶ アジアにおけるチーズ製造部門の拡大のための投資など：設備の増強新工場建設など。
- ▶ 財務体質のさらなる強化：事業形態の多様化（商社主体から商社+メーカー機能）に備えた自己資本の充実。
- ▶ 新規事業立ち上げのための資金：事業提携やM&Aなども視野に入れる

(参考) 前中期経営計画「NEXT-LJ2022」の振り返り

- ▶ 「次世代ビジネス」の構築：事業開発本部機能性食品原料チームを立ち上げ新規商品（乳たんぱく、コラーゲン、グルコサミンなど）の取扱いを開始した。また、海外拠点との連携を強化し、新たな機能性食品原料の取扱いにも目処を付けた。
- ▶ 成長著しい「アジア」での事業拡大：内食向け需要を取り込み、チーズ製造販売事業は売上・販売数量ともに過去最高を更新した。コロナ禍の影響により、シンガポール工場の増強は延期された（2021年11月期中の稼働開始を見込む）。
- ▶ 既存ビジネスの「進化」と新規顧客の開拓：事業開発本部と乳原料本部、チーズ事業本部が連携し営業活動を開始（新規商品を既存顧客へ提案）した。新規に健康・美容産業との取引を開始（高たんぱく乳原料の販売からスタート）。

- ▶ 持続的成長のための経営基盤の強化：コロナ禍対応により、リモートワーク体制の整備など「働き方改革」を前倒しで推進した。ガバナンス強化（監査等委員会設置会社への移行方針を決定）も進捗があった。

Strength, Weakness分析

強み

- ▼ **専門性に裏打ちされた情報力・提案力・対応力**：同社は乳原料・チーズの専門商社であり、日本の同輸入において約39%のシェアを誇るリーディング企業である。同社はかつて東食の酪農本部で乳製品輸入に長年携わっていたメンバーが、東食の経営破綻後に、仕入先と顧客双方からの強い要請により1998年5月に設立に至った経緯を持つ。同社は競合の総合商社（競合部門所属人員5～10名程度）よりも多い約60名が乳原料・チーズ分野に携わり、専門知識・ノウハウを長期間に亘って蓄積している。日本で生産されていない乳原料、国際市況・為替、貿易、税制など、海外の専門的情報を日本の顧客に伝える一方で、顧客の細かな要望に応じた500種類超のオーダーメイド型1次加工品、および約40種類の汎用乳原料をフルラインナップで取扱う。各主要生産国の大手乳業メーカーと長期に渡り良好な取引関係を構築し、世界20か国140社以上の供給源を有する（主要生産国の有力サプライヤーはほぼカバー）。グローバルに幅広い調達が可能となっており、顧客に安定的に輸入（供給）している。
- ▼ **独立系（資本関係や複雑な取引関係に縛られない）**：同社はどの企業系列にも属さず、独立した事業を展開する。資本関係や複雑な系列取引関係に縛られない仕入先や顧客を開拓できるほか、常に顧客の立場に立った最適な提案や、迅速な意思決定などを、機動的に展開できる。食品分野に特化した専門商社は他にもあるが、規模が小さく、同社のように乳原料・チーズをフルラインナップで揃える競合は専門商社にはいない。
- ▼ **アジアでの事業展開とメーカー機能の付加**：同社は1999年以降、シンガポールにおいて、アジアに進出する日系メーカーに対して「日本品質」（国際基準に比べて厳しい基準による品質；例：バクテリアの数）の乳原料を輸入販売するなど、アジアで約20年間の事業経験を有する。三井物産、伊藤忠商事、三菱商事が、アジアにおける乳製品製造事業に出資により参画（それぞれ、2007年8月、2009年8月、2012年6月）した時期よりも早い2005年に、同社はシンガポールにプロセスチーズの自社工場を稼働させ、商社機能にメーカー機能を自社で付加している。また、タイにも工場を建築（2015年）。

弱み

- ▼ **高位安定する国内市場への依存度の高さ（成長の制約要因）**：同社の売上高の約70%は乳製品原料・チーズの国内向け輸入に依存している（2020年11月期）。2010年度～2019年度の9年間に於いて、乳製品の国内生産量が年率マイナス0.4%成長する一方、同輸入は年率4.4%成長を遂げていることは同社にポジティブである。しかし、同国内消費量は、2000年度以降生乳換算で年率1.3%成長に留まり、成長の制約要因となっている。
- ▼ **獲得できる付加価値の限定性**：同社は顧客が必要とする乳原料を適切な調達先から輸入し、口銭を得る。同社の付加価値向上要因は、安定的な原料調達に加え、専門性に裏打ちされた情報力・提案力・対応力などが元になる。乳原料メーカー（仕入先）や乳業・菓子・油脂・飲料メーカーなど（顧客）が製造・販売で得る付加価値に比べると、同社が得られる付加価値は限られる。実際、同社の営業利益に為替差損益を加減した利益率は売上高の約3%に止まる。

損益計算書

損益計算書												
(百万円)	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	会予
	非連結	非連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
売上高	56,089	55,201	75,943	96,550	98,001	88,679	101,335	115,441	116,794	110,838	115,000	
前年比	20.9%	-1.6%	37.6%	27.1%	1.5%	-9.5%	14.3%	13.9%	1.2%	-5.1%	3.8%	
売上原価			72,684	92,291	94,352	82,333	95,948	108,930	109,994	104,211		
前年比	-	-	-	27.0%	2.2%	-12.7%	16.5%	13.5%	1.0%	-5.3%		
売上原価率	-	-	95.7%	95.6%	96.3%	92.8%	94.7%	94.4%	94.2%	94.0%		
売上総利益			3,259	4,259	3,648	6,346	5,387	6,511	6,801	6,626		
前年比	-	-	-	30.7%	-14.3%	73.9%	-15.1%	20.9%	4.4%	-2.6%		
売上総利益率	-	-	4.3%	4.4%	3.7%	7.2%	5.3%	5.6%	5.8%	6.0%		
販管費			2,559	2,727	2,928	2,996	3,463	3,502	3,656	3,667		
前年比	-	-	-	6.6%	7.4%	2.3%	15.6%	1.1%	4.4%	0.3%		
売上販管费率	-	-	3.4%	2.8%	3.0%	3.4%	3.4%	3.0%	3.1%	3.3%		
営業利益			700	1,532	720	3,349	1,924	3,009	3,144	2,959		
前年比	-	-	-	118.8%	-53.0%	365.1%	-42.6%	56.4%	4.5%	-5.9%		
営業利益率	-	-	0.9%	1.6%	0.7%	3.8%	1.9%	2.6%	2.7%	2.7%		
為替差損益			1,189	638	1,053	-1,537	1,159	-135	-114	0		
前年比	-	-	-	-46.3%	65.0%	-	-	-	-	-		
売上高比率	-	-	1.6%	0.7%	1.1%	-1.7%	1.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%		
営業利益+為替差損益			1,889	2,170	1,773	1,812	3,082	2,874	3,030	2,959		
前年比	-	-	-	14.9%	-18.3%	2.2%	70.1%	-6.8%	5.4%	-2.4%		
利益率	-	-	2.5%	2.2%	1.8%	2.0%	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%		
その他営業外損益			-219	-516	-430	-378	-560	-261	-284	-178		
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
対売上高比率	-	-	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%		
経常利益	1,497	787	1,670	1,653	1,343	1,434	2,523	2,613	2,747	2,781	2,600	
前年比	70.9%	-47.4%	112.2%	-1.0%	-18.8%	6.8%	75.9%	3.6%	5.1%	1.2%	-6.5%	
経常利益率	2.7%	1.4%	2.2%	1.7%	1.4%	1.6%	2.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.3%	
親会社株主に帰属する当期純利益	845	422	1,007	988	831	946	1,755	1,784	1,963	2,062	1,850	
前年比	49.4%	-50.0%	138.6%	-1.9%	-15.9%	13.8%	85.5%	1.7%	10.0%	5.1%	-10.3%	
利益率	1.5%	0.8%	1.3%	1.0%	0.8%	1.1%	1.7%	1.5%	1.7%	1.9%	1.6%	
減価償却費・のれん償却額	-	-	96	100	179	174	226	212	220	291	-	
EBITDA	-	-	796	1,632	900	3,524	2,149	3,221	3,365	3,250	-	

注：百万円未満を四捨五入

出所：同社データよりSR社作成

貸借対照表

貸借対照表											
	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	
(百万円)	非連結	非連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
現金及び預金	-	-	3,305	4,300	5,132	6,724	4,006	4,930	4,475	5,005	
受取手形及び売掛金	-	-	11,908	14,941	12,695	14,278	17,199	15,873	17,852	13,849	
棚卸資産	-	-	13,180	19,193	18,496	13,101	21,446	25,216	22,946	21,383	
商品及び商品	-	-	13,053	19,040	18,331	12,910	21,178	24,873	22,618	21,008	
原材料及び貯蔵品	-	-	126	153	165	191	268	343	328	375	
繰延税金資産	-	-	8	11	124	28	139	101	-	-	
その他	-	-	708	1,694	316	1,001	700	318	501	386	
流動資産合計	-	-	29,109	40,139	36,764	35,133	43,491	46,337	45,775	40,623	
有形固定資産	-	-	344	715	698	663	560	597	569	691	
建物及び構築物	-	-	117	142	268	262	205	250	191	175	
機械装置及び運搬具	-	-	133	226	281	287	263	221	229	192	
リース資産	-	-	-	3	135	96	73	42	121	256	
その他	-	-	12	12	14	11	11	33	28	28	
土地	-	-	28	-	-	-	-	-	-	-	
建設仮勘定	-	-	53	332	-	7	7	52	-	41	
無形固定資産	-	-	150	125	95	56	21	39	30	20	
投資その他の資産計	-	-	1,407	1,543	1,765	1,711	1,833	1,917	1,762	2,035	
投資有価証券	-	-	658	735	900	790	998	889	738	784	
繰延税金資産	-	-	181	149	45	82	102	117	160	273	
その他	-	-	568	661	822	839	735	915	863	996	
貸倒引当金	-	-	-	-1	-1	-1	-1	-3	-	-17	
固定資産合計	-	-	1,901	2,382	2,558	2,429	2,414	2,631	2,360	2,746	
資産合計	22,662	21,894	31,010	42,522	39,322	37,562	45,905	48,968	48,135	43,370	
買掛金	-	-	6,559	10,189	8,620	6,890	11,411	11,174	12,649	9,740	
短期借入金	-	-	7,031	10,476	1,560	209	4,796	8,686	6,100	5,500	
1年以内償還予定の社債	-	-	688	300	355	620	690	660	450	270	
1年以内返済予定の長期借入金	-	-	2,625	3,308	3,687	3,474	2,893	2,333	6,643	3,220	
未払法人税等	-	-	587	300	175	298	657	397	410	491	
繰延税金負債	-	-	-	378	-	130	-	-	18	40	
その他	-	-	418	602	703	878	460	730	946	719	
流動負債合計	-	-	17,908	25,553	15,099	12,500	20,908	23,979	27,198	19,939	
社債	-	-	485	385	860	1,590	1,380	720	270	0	
長期借入金	-	-	4,839	6,708	12,202	11,209	9,926	8,493	4,050	5,060	
繰延税金負債	-	-	48	65	73	61	91	72	18	40	
退職給付に係る負債	-	-	264	269	263	297	264	279	311	350	
役員退職慰労引当金	-	-	265	313	225	269	-	-	-	-	
資産除去債務	-	-	11	37	37	36	36	36	36	38	
その他	-	-	60	60	171	181	515	982	287	351	
固定負債合計	-	-	5,973	7,837	13,832	13,643	12,212	10,557	4,972	5,839	
負債合計	-	-	23,880	33,390	28,931	26,142	33,120	34,561	32,171	25,778	
株主資本	5,170	5,664	6,698	7,673	9,646	10,446	12,050	13,655	15,416	17,328	
(自己株式)	-	-	(11)	-	-	-	-0	-0	-53	-11	
その他の包括利益累計額	-	-	401	1,459	744	973	700	666	480	195	
非支配持分	-	-	30	-	-	-	-	-	-	-	
新株予約権	-	-	-	-	-	-	36	111	69	69	
純資産合計	-	-	7,130	9,132	10,391	11,419	12,785	14,432	15,964	17,592	
純負債	-	-	12,362	16,877	13,531	10,378	15,679	15,962	13,038	9,045	
運転資金	-	-	18,528	23,946	22,571	20,489	27,234	29,916	28,150	25,493	

注：百万円未満を四捨五入

出所：同社データよりSR社作成

一株あたりデータ (円)

	一株あたりデータ (円)									
	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期
	非連結	非連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
期末発行済株式数 (株)	3,918,200	3,918,200	3,918,200	3,917,400	4,889,500	4,889,500	4,892,500	4,896,500	9,835,200	9,877,200
EPS (1株当たり当期純利益)	220.75	109.80	261.49	255.57	197.87	193.57	358.96	364.62	200.11	209.47
EPS (潜在株式調整後)	-	-	-	-	-	-	354.31	356.97	195.98	205.73
DPS (年間配当金)	16.00	16.00	30.00	30.00	30.00	32.00	38.00	40.00	22.00	30.00
BPS (1株当たり純資産)	1,346.44	1,472.20	1,841.88	2,331.16	2,125.08	2,335.43	2,605.95	2,924.69	1,618.31	1,774.58

出所：同社データよりSR社作成

キャッシュフロー計算書

	キャッシュフロー計算書									
	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期
(百万円)	非連結	非連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
営業活動によるキャッシュフロー	-	-	-3,229	-4,062	2,535	3,560	-5,048	356	3,365	4,534
投資活動によるキャッシュフロー	-	-	-130	-541	-242	5	-137	-864	849	-137
財務活動によるキャッシュフロー	-	-	3,802	5,412	-1,476	-1,655	2,385	990	-3,695	-3,764

注：百万円未満を四捨五入

出所：同社データよりSR社作成

財務指標

	財務指標									
	11年11月期	12年11月期	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期
	非連結	非連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
総資産経常利益率 (ROA)	7.0%	3.5%	6.3%	4.5%	3.3%	3.7%	6.0%	5.5%	5.7%	6.1%
自己資本当期純利益率 (ROE)	17.7%	7.8%	15.6%	12.2%	8.5%	8.7%	14.5%	13.2%	13.0%	12.3%
棚卸資産回転率 (回)	-	-	-	4.8	5.0	5.2	5.6	4.7	4.6	4.7
有形固定資産回転率 (回)	-	-	-	135.0	138.7	130.4	165.8	199.6	200.3	176.0
流動比率	-	-	162.6%	157.1%	243.5%	281.1%	208.0%	193.2%	168.3%	203.7%
自己資本比率	22.8%	25.9%	22.9%	21.5%	26.4%	30.4%	27.8%	29.2%	33.0%	40.4%

注：百万円未満を四捨五入

出所：同社データよりSR社作成

株主還元方針

同社は、株主への利益還元を経営の重要課題と位置づけ、安定的かつ着実な配当を継続することを基本方針としている。2020年11月期は同30円（前期比8円増配）を予定。2021年11月期は32円（同2円増配）を予想している。一方で、2023年11月期には配当性向20%の実現を目指す（2020年11月期配当性向14.3%、2021年11月期会社予想配当性向17.1%）。企業価値向上のため中長期的な成長を実現するために、今後、アジア事業のチーズ製造販売部門における設備増強などへの投資や、それらのための財務体質の強化にも取り組む。

株主

氏名又は名称	2020年11月30日現在	
	所有株式数 (株)	割合
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	1,411,900	14.3%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	950,300	9.6%
八住 繁	311,400	3.2%
野村信託銀行株式会社（投信口）	287,600	2.9%
三浦 元久	245,552	2.5%
鎌倉 喜一郎	243,000	2.5%
株式会社日本カストディ銀行（信託口9）	233,900	2.4%
師崎 良介	200,000	2.0%
株式会社明治	200,000	2.0%
森永乳業株式会社	200,000	2.0%
よつ葉乳業株式会社	200,000	2.0%
発行済株式数（自己株式2,600株を除く）	9,874,600	100.0%

出所：同社データよりSR社作成

コーポレートガバナンス情報

組織形態・資本構成等	
支配株主の有無	無
親会社のコード	-
取締役関係	
定款上の取締役数	12名
定款上の取締役任期	1年
社外取締役（独立役員）人数	4名
その他	
議決権電子行使プラットフォームへの参加	無
その他機関投資家の議決権行使環境向上に向けた取り組み	有
招集通知（要約）の英文での提供	無
取締役報酬の開示状況（個別報酬の開示）	無
執行役員報酬の開示状況	-
報酬の額又はその算定方法の決定方針の有無	有
買収防衛策の有無	無

ディスクレーム

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。

本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他 Shared Research レポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。

株式会社シェアードリサーチの役員および従業員、ならびにその関連会社および関係者は、本調査レポートで対象とされている企業の発行する有価証券に関して取引を行っており、または将来行う可能性があります。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業から SR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業と SR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

株式会社シェアードリサーチ / Shared Research Inc.

東京都文京区千駄木3-31-12

<http://www.sharedresearch.jp>

TEL : (03)5834-8787

Email: info@sharedresearch.jp