

AENTRO Research

Initiation Report | 2026年4月24日

キューブ (7112)

粗利率60%超のブランド力を、D2Cシフトとグローバル展開で利益に変えるフェーズへ

No Rating / No Target Price

TSE Growth

STOCK PRICE	MARKET CAP	FY2025/12 REV	OPM	PBR	ROE
¥882	¥5,415M	¥4,864M	1.2%	0.91x	0.9%



項目	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
売上高 (百万円)	3,901	5,560	4,858	4,864	4,864
営業利益 (百万円)	688	908	289	166	59
営業利益率 (%)	17.6	16.3	5.9	3.4	1.2
当期純利益 (百万円)	682	610	191	109	35
当期純利益率 (%)	17.5	11.0	3.9	2.2	0.7
EPS (円)	127.71	110.58	31.42	17.88	5.70
DPS (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

1. 会社概要

キューブは、2008年に誕生した主力ブランドMARK&LONAを核に、ゴルフウェアとラグジュアリーファッションの交差点に独自のポジションを築いた日本発のプレミアムスポーツアパレル企業である。2022年10月に東証グロース市場へ上場し、FY2025/12の売上高は4,864百万円、営業利益59百万円、従業員数87名。同社はコロナ禍のゴルフブームで一時的に業績が跳ねた会社と見られがちだが、ブーム前の2019年にも23.6億円を売り上げており、ブーム後もブーム前の2倍の規模を維持している。粗利率は52.9% (FY2022) から60.5% (FY2025) へ3年連続で改善し、ブランドの価格決定力が定着したことを示す。現在は韓国卸依存から脱却し、国内D2CとグローバルD2Cへの構造転換の只中にある。

1-1. サマリー

項目	内容
会社名	株式会社キューブ (CUBE CO., LTD.)
証券コード	7112 (東証グロース市場)
代表者	代表取締役会長兼社長 松村智明
設立	1994年12月
本社	東京都港区赤坂2-17-7 赤坂溜池タワー
上場	2022年10月 (東証グロース市場)
決算期	12月
従業員数	87名 (臨時11名、FY2025/12末)
資本金	841百万円
直近売上高	4,864百万円 (FY2025/12)
直近営業利益	59百万円 (FY2025/12)

キューブの本質は、単なるゴルフウェアメーカーではない。没个性的で保守的だったゴルフウェアの世界に、スカルアイコンを象徴とするラグジュアリーなデザイン感覚を持ち込み、15年以上かけて「ゴルフ×ラグジュアリー」という他社が容易に模倣できないブランドポジションを築いた企業である。創業者・松村智明がクリエイティブディレクターを兼務する「クリエイター経営」によってブランドの世界観を一貫して統制し、Disney、Star Wars、ポケモンといったグローバルIPとのコラボレーションを次々と実現してきた。

事業は衣料品等の企画販売事業の単一セグメントだが、販売チャネルは国内リテール、国内EC、海外EC、韓国卸、中国卸、海外卸、国内卸の7区分に分かれる。FY2025のチャネル別売上では国内リテールが2,086百万円 (構成比42.9%) で最大となり、国内EC 820百万円、韓国卸1,323百万円が続く。D2C比率 (国内リテール+国内EC+海外EC) は61.9%に達し、かつて売上の3割超を占めた韓国卸への依存は27.2%まで低下した。

同社が現在取り組んでいるのは、グローバル展開の多角化、D2Cチャネルの拡大、サプライチェーン改革の3本柱である。2025年には中国に合弁会社 IllumiVista Co., Limited を設立して北京に旗艦店を出店し、台湾2店舗、ベトナム初出店と、韓国一極集中からの脱却を進めている。FY2026の会社計画は売上高4,965百万円 (前年比+2.1%)、営業利益115百万円 (同+94.9%) で、投資フェーズから回収フェーズへの転換年と位置付けられる。

1-2. 基本情報

正式名称は株式会社キューブ、英文名CUBE CO., LTD.。1994年12月に有限会社キューブコーポレーションとして神奈川県平塚市に設立され、2004年に株式会社化と商号変更を経て現在の社名となった。取扱ブランドはMARK&LONA、HORN GARMENT、Gravis golfの3ブランドで、MARK&LONAが売上の大部分を占める。

2022年10月7日に東京証券取引所グロース市場へ株式を上場した。IPOによる資金調達で純資産は1,628百万円 (FY2021) から3,670百万円 (FY2022) へ拡大し、自己資本比率は62.8%から79.5%へ改善した。調達資金はその後の出店投資、サプライチェーン改革、海外展開の原資として投下されている。FY2025末の自己資本比率は87.7%、ネットキャッシュポジション (現預金2,111百万円、有利子負債実質ゼロ) を維持しており、財務基盤は健全である。

2026年4月1日付で経営新体制が発足した。創業者の松村智明が代表取締役会長兼社長に就任し、ブランドの世界観・クリエイティブから業務執行までを一元的に統括する体制へ移行した。前代表取締役社長CEOの橋本和武は退任している。取締役CFOには引き続き福岡裕太が就いている。

1-3. 会社の定義

キューブは、MARK&LONAを核に「ラグジュアリー×ゴルフ」の交差点でグローバルD2Cブランドを構築する、日本発プレミアムスポーツアパレル企業である。

この定義は3つの要素で構成される。第一に、同社は製造機能を持たないファブレス型のブランド企業であり、競争力の源泉は生産効率ではなくブランド価値にある。粗利率が52.9% (FY2022) から60.5% (FY2025) へ改善し、FY2026には64.0%を計画している事実は、値引きに頼らないプロパー消化とブランドの価格決定力が機能していることを示す。

第二に、同社のポジションは「ゴルフウェア」と「ラグジュアリーファッション」の交差点にある。国内ゴルフ用品・ウェア市場は約1.4兆円、グローバルのゴルフ用品市場は82億ドル（2024年）で2033年に110億ドルへ成長が見込まれる。加えてパーソナルラグジュアリー市場は全世界で約70兆円規模。この両市場の重なる領域で、ハイエンド向けゴルフウェアの専門ブランドとして15年以上の蓄積を持つ企業は、グローバルでも極めて少ない。

第三に、同社は卸売型からD2C型への転換を進めている。FY2023のD2C比率55.9%はFY2025で61.9%に上昇し、FY2026には70.7%を計画する。卸マージンを中抜きし、顧客との直接接点を増やすことで、ブランド管理と利益率の改善を同時に追求している。

したがってキューブは、単なるゴルフウェアメーカーでも、ブームに乗っただけの小型株でもなく、独自のブランド資産を武器にD2Cとグローバルへ構造転換を進めるプレミアムアパレル企業として位置付けるべきである。

1-4. 沿革

年月	事項
1994年10月	セレクトショップ「SPINY」を神奈川県平塚市で開業
1994年12月	有限会社キューブコーポレーションを設立
2004年6月	株式会社化、商号を株式会社キューブに変更
2006年9月	HORN GARMENTブランドを発表
2008年3月	MARK&LONAブランドを発表
2009年3月	MARK&LONA 表参道ヒルズ開店
2013年7月	MARK&LONAオフィシャルECストア開店
2014年8月	韓国代理店とMARK&LONA独占販売及び使用許諾契約を締結、海外卸事業を開始
2018年5月	本社を港区赤坂へ移転
2018年9月	MARK&LONA GINZA SIX開店
2020年10月	グローバルECサイト MARK&LONA World Market開店
2022年3月	イタリア・米国等への海外卸事業展開を開始
2022年10月	東証グロース市場に株式を上場
2023年4月	MARK&LONA 青山店開店
2025年3月	中国合弁会社IllumiVista Co., Limitedに出資
2025年6月	MARK&LONA 御殿場プレミアム・アウトレット開店

同社の歩みは4つの段階で整理できる。

第1段階（1994～2007年）は創業とブランド探索期である。松村智明がスノーボード関連のセレクトショップとして事業を興し、アパレル商品の企画・販売、ブランドコンサルティングへと領域を広げた。この時期にHORN GARMENTブランドを立ち上げ、自社ブランドの企画開発力を蓄積した。

第2段階（2008～2017年）はMARK&LONAの誕生と国内基盤構築期である。2008年にMARK&LONAを発表し、保守的だったゴルフウェア業界にラグジュアリー概念を持ち込んだ。表参道ヒルズを皮切りに、名古屋、大阪、福岡と主要都市の百貨店・商業施設に出店を拡大。2013年にはECストアとZOZOTOWNにも出店し、オンライン・オフライン双方の販路を整えた。2014年には韓国代理店との契約を締結し、海外展開の第一歩を踏み出した。

第3段階（2018～2022年）はIPOとブランド急拡大期である。2018年にNXC Corporationグループ（韓国拠点の投資会社）との資本業務提携で財務基盤を強化し、GINZA SIXや阪急うめだ本店といったプレミアム立地への出店を加速した。コロナ禍のゴルフブームも追い風となり、売上高は3,901百万円（FY2021）から5,560百万円（FY2022）へ急伸。2022年10月にIPOを果たした。

第4段階（2023年～現在）はD2Cシフトとグローバル多角化期である。ゴルフブーム後の需要正常化で売上は4,864百万円へ落ち着いたが、国内リテールへの投資を強化し、D2C比率を55.9%から61.9%へ引き上げた。2025年には中国合弁会社を設立して北京に旗艦店を出店、台湾・ベトナム・インドネシアへの進出も開始し、韓国一極集中からの脱却を図っている。この段階は、IPOで得た資金と信用力を使って「売れる構造」から「自分で売る構造」への転換を進めるフェーズである。

1-5. 経営陣

2026年4月1日付で新役員体制に移行した。第32回定時株主総会後の臨時取締役会において、創業者の松村智明が代表取締役会長兼社長に就任し、クリエイティブと業務執行を一体的に統括する体制となった。前代表取締役社長CEOの橋本和武は退任し、取締役のクリエイティブ本部長・高橋勇介および取締役のデジタルコミュニケーション本部長・波多野奨も取締役を退任した（高橋・波多野の両名は引き続き執行役員として業務執行に当たる）。

松村はセレクトショップの創業から30年、MARK&LONAの立ち上げから18年にわたり、ブランドのデザイン、世界観、コラボレーション先の選定を直接統括してきた。新体制では松村が経営トップを兼ねることで、ブランドの方向性と経営判断の整合性がより高まる。取締役会は7名から4名へスリム化し、社外取

締役比率は50%に上昇した。

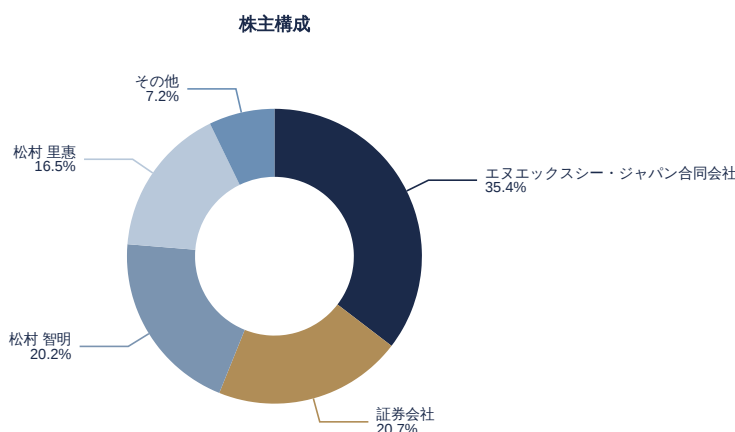
新体制（2026年4月1日付）の取締役・監査役構成は以下のとおりである。

役職	氏名	備考
代表取締役会長兼社長	松村 智明	創業者、クリエイティブディレクター兼務
取締役CFO	福岡 裕太	財務・IR担当
社外取締役	吉成 和彦	
社外取締役	大西 秀亜	
常勤監査役	掛橋 幸喜	
社外監査役	大塚 あかり	
社外監査役	高安 彰子	

執行役員には高橋勇介、波多野奨、國武利充、齊藤悟が名を連ねる。社外取締役2名は取締役会4名中の2名であり、社外比率は50%に上昇した。

創業者への依存については、有報でも事業等のリスク「代表取締役への依存について」として開示されている。新体制では松村がブランドと業務執行の双方を担う形となり、意思決定の迅速化が期待できる一方、キーマンリスクへの対応は引き続き重要な経営課題である。福岡CFOが財務・IRを統括し、執行役員が各本部を率いる分業体制は維持されており、同社は組織体制の整備と業務の標準化を通じてリスクの低減を進めている。

1-6. 主要株主・資本構成



出所：有価証券報告書よりAENTRO Research作成。2025/12末基準

株主構成の最大の特徴は、NXC Corporation（エヌエックスシー・ジャパン合同会社を通じた間接保有）が議決権の35.4%を保有する筆頭株主であることと、松村家（智明20.2%+里恵16.5%）が合計36.7%を握っていることである。

株主名	保有株数（株）	持株比率
エヌエックスシー・ジャパン合同会社	2,173,500	35.4%
松村 智明	1,239,400	20.2%
松村 里恵	1,014,400	16.5%
長谷川 和美	140,000	2.3%
松井証券	111,600	1.8%
上位5名合計	4,678,900	76.2%

NXC Corporationは韓国拠点の投資会社で、2016年に日本での投資活動を目的にエヌエックスシー・ジャパン合同会社を設立し、2018年にキューブとの資本業務提携に至った。キューブはNXC Corporationの持分法適用会社に該当する。ただし、有報によれば2020年12月期以降、NXCグループとの取引実績はな

く、取締役会決議事項への介入権限も付与されていない。NXCの存在は、韓国市場への展開において間接的なネットワーク効果をもたらしている可能性はあるが、事業上の直接的関与は現時点では限定的である。

株主構成を所有者別で見ると、主要株主72.1%、証券会社20.7%、外国人4.6%、個人その他1.2%、その他法人1.2%、金融機関0.2%である。流通株式比率は26.0%（FY2025末）と低水準にあり、同社自身も有報で流動性の向上を課題として認識している。

創業者と戦略的投資家で議決権の7割超を保有する構造は、中長期的なブランド投資や構造改革を推進しやすい一方、株価形成が限られた浮動株の中で行われるリスクを内包する。

1-7. コーポレートガバナンス

キューブは監査役会設置会社であり、取締役会（4名、うち社外2名）、監査役会（3名、全員社外）、経営会議、リスク・コンプライアンス委員会を設置している。

監査役3名は全員が社外であり、常勤社外監査役の掛橋幸喜が議長を務める。掛橋は取締役会、経営会議、リスク・コンプライアンス委員会にも出席し、業務執行の適法性を継続的に監視する体制が取られている。会計監査人はEY新日本有限責任監査法人。

ガバナンス上の留意点は2つある。第一に、2026年4月の新体制で取締役会が4名に縮小し、社外取締役2名の比率は50%に上昇した。独立性の面では改善が見られるが、取締役会の規模がコンパクトになった分、社外取締役の関与の質がガバナンスの実効性を左右する。第二に、松村智明が代表取締役会長兼社長としてブランドと経営の双方を統括する体制となり、意思決定の迅速化が見込まれる一方、経営の監督と執行の分離という観点では、監査役会や社外取締役による牽制機能の役割が従来以上に重要となる。リスク・コンプライアンス委員会は四半期に1回開催される。

1-8. ESG／サステナビリティ情報

キューブのESGは、環境（E）よりも社会（S）とガバナンス（G）の比重が大きい企業である。ファブレス型ビジネスモデルのため製造に伴う直接的な環境負荷は相対的に小さく、ESGの焦点はブランド価値の持続性と人材投資に置かれる。

企業ビジョン「時代の顔を創る」、ミッション「ゴルフに、自由を」のもと、同社はブランド創造を通じた価値提供を理念の中核に据えている。サステナビリティ方針としては「人を創る」「環境を創る」の2軸を掲げ、前者ではダイバーシティ推進・自律型人材の育成・エンゲージメント向上、後者では大量生産・大量廃棄をしないブランドポリシーとサステナブル素材の活用を進めている。

具体的な取り組みとして、MARK&LONAのFERコレクションにおいて100%リサイクル素材を使用したエコフレンドリーな商品等が展開されている。人的資本面では、女性管理職比率30%（FY2025実績、FY2026目標30%以上）、有給休暇取得率72.9%（FY2025実績）、平均年間給与5,520千円（FY2025、平均年齢38.3歳、平均勤続年数3.6年）。従業員数87名の小規模組織であるため、一人ひとりの裁量が大きく、ブランドへの共感を前提とした組織文化が形成されている。

ESGの観点からキューブを評価する際は、環境指標の大小よりも、ブランド価値の持続性、クリエイター経営のサクセッションプラン、D2Cシフトに伴う顧客データの管理体制といった論点が、中長期の企業価値に直結する本質的な課題である。

2. 事業内容

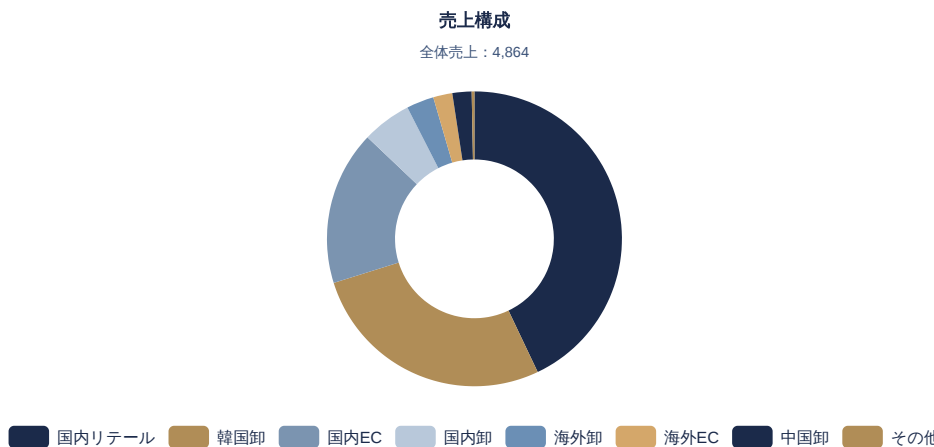
2-1. 事業全体像

キューブの事業を理解するうえでまず重要なのは、同社を単なる「ゴルフウェアメーカー」として捉えないことである。会計上の報告セグメントは「衣料品等の企画販売事業」の単一セグメントだが、その中身は性格の異なる7つの販売チャネルで構成されている。大きく分けると、D2C（国内リテール、国内EC、海外EC）とB2B（韓国卸、中国卸、海外卸、国内卸）の二層構造であり、チャネルごとに顧客接点、マージン構造、成長性が異なる。

同社の主力ブランドMARK&LONAは2008年に創設され、「ラグジュアリー×ゴルフ」という当時ほぼ空白だった市場ポジションを開拓した。没个性的で保守的なスタイルが常識だったゴルフウェア業界に、スカルモチーフに象徴される独自のデザイン感覚を持ち込み、富裕層のライフスタイルに訴求するプレミアム価格帯で展開してきた。代表取締役会長兼社長の松村智明がクリエイティブディレクターを兼務し、ブランドの方向性を直接統制する「クリエイター経営」型の企業であることも、アパレル上場企業のなかでは異質な特徴である。

FY2025の売上高は4,863百万円。コロナ禍ゴルフブームのピークだったFY2022の5,560百万円からは縮小したが、ブーム前のFY2019（2,356百万円）の2倍の規模を維持しており、ブランドの定着は数字で裏付けられる。そしてこの3年間で起きた最も重要な構造変化は、チャネルミックスの転換である。D2C比率は55.9%（FY2023）から61.9%（FY2025）へ上昇し、最大チャネルは韓国卸から国内リテールに逆転した。同社は現在、卸売主導からブランド直販主導への構造転換の最中にある。

2-2. チャネル別の構成



出所：決算説明資料よりAENTRO Research作成

チャネル別売上高の推移を整理すると、同社の構造転換がどこで起きているかが一目瞭然になる。

チャネル	事業区分	FY2023	FY2024	FY2025	FY2024→FY2025 YOY
国内リテール	D2C	1,583	1,762	2,086	+18.4%
国内EC	D2C	1,013	915	820	△10.4%
海外EC	D2C	112	132	103	△22.0%
韓国卸	B2B	1,421	1,476	1,323	△10.4%
中国卸	B2B	—	—	100	新規
海外卸	B2B	55	216	147	△31.9%
国内卸	B2B	490	318	264	△17.0%
合計		4,857	4,863	4,863	△0.0%

出所：決算説明資料よりAENTRO Research作成。単位：百万円

国内リテール（2,086百万円、構成比42.9%）は最大かつ最も高成長のチャネルである。FY2023の1,583百万円から2年間で+32%成長し、FY2025には売上構成比で韓国卸を逆転した。百貨店を軸としたPOPUP出店の積極展開と、御殿場プレミアム・アウトレットへの常設店出店が新規顧客層の開拓に寄与した。全店売上高は前年比109%、既存店も前年比101%と堅調に推移し、ロイヤルカスタマーのリピート購買が基盤を支えている。2025年12月末時点の国内直営店舗数は11店舗。FY2026計画では2,518百万円（+20.7%）とさらなる加速を見込む。

国内EC (820百万円、構成比16.9%) は、公式オンラインストアとZOZOTOWN経由で構成される。FY2023の1,013百万円から2年連続で縮小しているが、これにはBOPIS (オンライン購入→店舗受取) の推進に伴うリテール計上への移行影響が含まれる。EC化率は23.2% (FY2023) から19.0% (FY2025) へ低下したが、これはEC不振というよりリテール急成長によるミックス変化の結果である。FY2026計画では873百万円 (+6.5%) と反転増収を見込む。

海外EC (103百万円、構成比2.1%) は、MARK&LONA World Marketを通じたグローバル直販チャネルである。規模は小さいが、各国でのブランド認知拡大に伴うインバウンド顧客のロイヤル化と越境EC誘導を担う戦略的チャネルとして位置付けられている。FY2026計画は120百万円 (+17.1%) 。

韓国卸 (1,323百万円、構成比27.2%) は、総代理店JC FAMILY (旧AIOLI) を通じた独占販売・ライセンスモデルである。韓国の主要百貨店 (新世界、ロッテ等) を中心に61店舗を展開する。FY2022まで同社最大のチャネルだったが、韓国市場の消費低迷と当社側の意図的な構造改革により縮小傾向にある。FY2025は商品回収に伴う受注キャンセルと一部商品の期ズレも影響し、前年比△10.4%。FY2026計画では899百万円 (△32.1%) と大幅な縮小を計画しており、売上拡大路線から利益率向上へシフトする方針である。

中国卸 (100百万円、構成比2.1%) は、FY2025に新規参入したチャネルである。中国・香港にIllumiVista Co., Limitedを合併会社として設立し (出資比率50%)、2025年6月に北京の「China World Mall (国貿商城)」にフラッグシップショップをグランドオープン。加えて会員制ゴルフコース内に2店舗をオープンし、初年度で100百万円の売上を計上した。FY2026計画は163百万円 (+63.0%) 。

新店出店の推進とデジタルマーケティング強化により、中国市場でのブランド浸透を加速する方針である。

海外卸 (147百万円、構成比3.0%) は、台湾、イタリア、米国等の卸先を通じた展開チャネルである。台湾では2024年に専門店2店舗を出店し成長が継続している一方、東南アジアJV設立に伴うパートナー変更で同エリアの売上が一時的に減少した。29の卸先法人与取引がある。ベトナムでは初出店を果たし、インドネシアではMYB社との合併会社設立契約を締結するなど、ASEAN展開の布石を打っている。

国内卸 (264百万円、構成比5.4%) は、国内ゴルフショップ等への卸売チャネルである。D2Cシフトの進展に伴い、構造的に縮小傾向にある。56の卸先法人与取引があるが、FY2026計画では216百万円 (△18.4%) とさらに縮小する見通しである。同社はブランドコントロールの観点から、卸チャネルよりも直販チャネルを優先する方針を明確にしている。

2-3. ブランドと提供価値

キューブが展開するブランドは3つである。

MARK&LONA (マークアンドロナ) が圧倒的な主カブランドである。2008年にロサンゼルスで誕生し、「ゴルフに、自由を」をスローガンに掲げる。独特のスカムモチーフ、ストリート的な配色、ラグジュアリー素材の組み合わせにより、従来のゴルフウェアとは一線を画すポジションを確立した。コレクションはGENERAL (トレンド×機能)、CODE (モード×ゴルフ)、FER (ライフスタイル)、T-LINE (アスリート)、DSTなど多ラインで展開する。コラボレーションも積極的で、過去にはDISNEY、STAR WARS、ポケモン、Warner Bros.、Universal Studios、ASICSなどとの協業実績がある。ブランド設立から17年が経過した現在も「ファッションゴルフの代名詞」としての地位を維持している。

HORN GARMENT (ホーンガーマメント) は、2006年にニューポートビーチを拠点にスタートしたカリフォルニアライフスタイルブランドである。SURF、GOLF、VINTAGEをコンセプトに、リゾート、グリーン、タウンなど様々なシーンでの着用を想定する。MARK&LONAよりもカジュアルで幅広い層に訴求するポジションにある。

Gravis golf (グラヴィスゴルフ) は、事業計画資料で取扱ブランドとして記載されている第三のブランドである。

同社のブランド提供価値の核心は、ゴルフ用品・ウェア市場 (国内約1,500億円、グローバル約1兆円) とグローバルラグジュアリー市場 (国内約6兆円、グローバル約70兆円) の交差点にポジションしている点にある。単なるゴルフウェアでもなく、単なるラグジュアリーブランドでもない。この交差点にいる競合はほぼ存在せず、MARK&LONAは独自のカテゴリを事実上創出したブランドであるといえる。

2-4. 収益モデル

キューブの収益モデルは、ブランドを核にした3層構造として整理できる。

第1層は直販 (D2C) である。国内リテール、国内EC、海外ECで構成され、D2C売上高は3,009百万円 (FY2025) と全売上の61.9%を占める。直営店舗での消化仕入契約 (百貨店店頭で商品が売れた時点で仕入れと認識する形態) による販売が主力であり、プロパー消化率 (値引きなしでの販売比率) の高さがマージンを支えている。卸を介さないため、ブランドイメージの統制と顧客データの直接取得が可能であり、リピート率の向上にもつながる。

第2層は韓国ライセンス卸である。総代理店JC FAMILYとの独占販売及び使用許諾契約に基づくモデルで、自社商品の輸出販売に加え、ブランドライセンスを付与し韓国においてライセンス商品の企画・生産・販売も行っている。ライセンスフィーを含む卸売収入であり、在庫リスクが相対的に低い。ただし代理店依存度が高く、FY2025の仕入先上位にJC FAMILYが含まれる構造である。

第3層は中国JV・海外卸・国内卸である。中国はJV (持分法適用関連会社) を通じた間接的な事業運営であり、JVへの商品卸売と現地リテール展開の両面で収益を得る。海外卸・国内卸は取引基本契約に基づく通常の卸売取引である。

同社のビジネスには、SaaSのような明確なストック収益はない。しかし、ブランドロイヤルティに裏打ちされたリピート購買構造が事実上のストック的性質を持つ。直営店の全店売上高が前年比109%、既存店でも101%で推移している背景には、ロイヤルカスタマーの継続的な購買がある。さらに、プロパー消化率の高さが値引き販売への依存を抑制し、粗利率を構造的に支えている点は見逃せない。

粗利率の推移がこの収益モデルの質を端的に表す。売上原価率はFY2022の47.1%からFY2025の39.5%へ7.6pt改善し、粗利率は52.9%から60.5%へ上昇した。売上がほぼ横ばいの中でこれだけの改善が進んだ主因は、D2C比率の上昇 (卸より直販の方がマージンが高い) と、商社経由の委託生産から直接貿易 (直買) への生産体制移行によるコスト圧縮である。FY2026計画では粗利率64.0%を目指しており、中長期目標は65%以上である。

2-5. 主要KPI

同社の事業進捗を評価するうえで、当社が注目するKPIは以下の5つである。

KPI	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	読み方
D2C比率	55.9%	57.8%	61.9%	70.7%	チャネルミックス転換の進捗
EC比率	23.2%	21.6%	19.0%	20.0%	デジタル販路の構成比
海外売上比率	35.8%	37.5%	34.4%	26.7%	グローバル展開の広がり
粗利率	56.7%	57.7%	60.5%	64.0%	ブランド力・価格決定力の代理変数
在庫回転率	6.2回	5.3回	4.4回	—	商品消化効率

出所：決算説明資料・事業計画資料よりAENTRO Research作成

D2C比率 (55.9%→61.9%→70.7%E) は、同社の構造転換を最も直接的に示す指標である。国内リテール+国内EC+海外ECの売上合計を全売上高で除した比率で、この上昇は卸売依存からブランド直販への移行が着実に進んでいることを意味する。FY2026Eの70.7%が実現すれば、売上の7割以上が直販チャンネルとなり、ブランドコントロールとマージン改善の両面で構造的な転換点を迎える。

EC比率 (23.2%→19.0%) は低下傾向だが、これはEC不振ではなくリテール急成長によるミックス変化の結果である。BOPISの推進でオンライン注文が店舗受取・リテール計上にシフトしている影響も含まれる。絶対額で見ると国内EC+海外ECは923百万円で、FY2026Eには994百万円へ反転増加を計画する。

海外売上比率 (35.8%→34.4%→26.7%E) はFY2026Eにかけて低下する計画だが、これは韓国卸の意図的な縮小 (△32.1%) が主因である。中国・台湾・ASEANの新規市場は成長しており、海外売上の「質」は改善に向かっている。韓国一極集中からの脱却という文脈で読むべき指標である。

粗利率 (56.7%→60.5%→64.0%E) は、ブランドの価格決定力を示す最重要財務KPIである。売上横ばいの中で3年連続改善している事実は、プロパー消化率の維持と直質化によるコスト圧縮が構造的に効いていることを示す。粗利率の改善が続く限り、販管費をコントロールすれば営業利益率の回復は時間の問題である。

在庫回転率 (6.2→5.3→4.4回) は低下傾向にある。一般的に在庫回転率の低下は懸念材料だが、同社の場合は2つの要因が重なっている。第一に、出店加速に伴う店頭在庫の増加。第二に、直質化への移行過程で生産リードタイムが長期化し、仕掛在庫が一時的に膨らむ局面にあること。粗利率が改善していることから、在庫の質的劣化 (値引き処分) は起きていないと判断できるが、今後のモニタリングは必要である。

2-6. 競争優位

キューブの競争優位は、以下の4点に集約される。

第一に、17年のブランド蓄積である。MARK&LONAは2008年の創設以来、「ゴルフ×ラグジュアリー」というカテゴリを事実上創出し、先行者としてのポジションを築いてきた。コロナ禍ゴルフブーム後にも関わらずブーム前の2倍の売上規模を維持していることは、ブームの一過性需要ではなく、ブランドとしての定着が進んだ証拠である。この蓄積は短期間では模倣できない。

第二に、創業者のクリエイティブ力である。代表取締役会長兼社長の松村智明がクリエイティブディレクターを兼務し、ブランドのデザイン、コラボレーション、世界観の方向性を直接統制している。アパレル業界では、クリエイティブの核心が外部デザイナーや社内チームに分散するケースが多いが、同社では創業者が一貫してコントロールしている。DISNEY、ポケモン、Warner Bros.等との著名コラボレーションの実現も、この統制力から生まれている。ただし、これは同時にキーマンリスクでもあり、有報でもリスク要因として開示されている。

第三に、プロパー消化率の高さである。ラグジュアリーブランドとして値引きに頼らない販売を実現しており、これが粗利率60%超を支えている。事業計画資料では「流通コントロールを徹底し、在庫消化率の向上と高粗利率を追求」「高いプロパー消化比率により値引き販売に頼ることなく高粗利率を実現」と明記されている。直営店での販売を計画的に強化し、値引きの前に自社直販チャンネルを通じた在庫消化を図る方針は、ブランド価値の毀損を防ぎながら利益率を高める戦略として合理的である。

第四に、韓国ライセンスモデルの展開実績である。2014年から韓国総代理店との独占販売・使用許諾契約を通じて、韓国の主要百貨店で61店舗を展開するまでに至った実績は、海外でのブランド展開能力を証明している。同モデルを中国 (JV)、台湾、ASEAN (ベトナム、インドネシア) へ応用展開する基盤になっている。現地パートナーとの連携を通じた出店開発と、ローカライズされた商品展開を同時に進める手法は、小規模企業がグローバル展開する際の現実的なモデルとして機能している。

2-7. 新規事業・新市場

同社の新規事業は、既存ブランド資産を新市場に横展開する形で進められている。

中国事業は最大の注力領域である。2025年3月に合弁会社IllumiVista Co., Limitedを香港に設立 (出資比率50%)、その子会社MARK&LONA (BEIJING) COMMERCIAL AND DEVELOPMENT CO., LTDを通じて中国本土で事業を展開する。2025年6月に北京「China World Mall」にフラッグシップショップをオープンし、会員制ゴルフコース内にも2店舗を出店。初年度で100百万円の売上を計上した。2026年3月には北京CBD国際ゴルフクラブへの追加出店も予定されている。FY2026計画は163百万円 (+63.0%) で、さらに主要都市における商業施設とゴルフ場への新規出店を推進する方針である。世界第2位のGDP、成長を続けるアパレル市場を持つ中国は、中長期的に最も大きな成長機会を提供する市場とみられる。

ASEAN展開も動き出している。ベトナムでは初のMARK&LONA専門店が出店済みで、2店舗目に向けたリサーチが進行中。インドネシアでは東南アジア地域のパートナーであるMYB社と合弁会社設立契約を締結し、ブランドプロモーションイベントも実施した (ジャカルタでのVVUPライブイベントに2日間で約5,000人動員)。シンガポール、マレーシアにおける専門店初出店に向けたリサーチも進めている。

台湾は、2024年に専門店2店舗を出店し、順調に成長が継続している市場である。既存2店舗の拡大とさらなる出店を計画している。

これらの新市場展開に共通するのは、現地パートナーとの連携を通じた出店開発という手法である。自社単独での海外進出ではなく、JVや代理店モデルを活用することで、投資リスクを抑えながらブランド認知を拡大する実務的なアプローチを採っている。

2-8. 事業上の主要論点

キューブの事業内容を一文で要約すれば、「17年かけて築いた粗利率60%超のブランド資産を、卸売依存からD2C直販への転換とグローバル多角化によって、持続的な利益成長に変える途上にある企業」である。

同社を単なるゴルフアパレルの製造販売として読むのは浅い。実態は、MARK&LONAという強力なブランドIPを核に、国内リテール（直営店）、EC（自社+ZOZOTOWN）、韓国ライセンス卸、中国JV、海外パートナー卸という複数チャネルで収益化するD2Cブランドビルダーとして読むべきである。

この読み替えが重要なのは、今後の評価軸が変わるからである。単純な売上成長率だけでなく、D2C比率の上昇速度、粗利率の改善持続性、韓国卸縮小のコントロール度合い、中国・ASEAN新市場の立ち上がり、そして販管費率のコントロールが、同社の企業価値を左右する。直近3年の売上横ばい・営業減益という表面的な数字の裏側で、チャネルミックスと原価構造の両面で構造転換が進行している。

ここで生じる自然な問いは、「なぜ今このタイミングでD2Cとグローバルに同時投資しているのか」である。この問いに対する答えは、第3章の経営戦略で整理する。

3. 経営戦略

3-1. 戦略の全体像

キューブの経営戦略は、グローバル戦略、D2C戦略、収益構造改革（サプライチェーン改革）の3本柱で構成される。この3本柱は、韓国卸依存からの脱却と利益率回復を同時に実現するための構造的必然として設計されている。

背景を整理する。FY2022にコロナ禍ゴルフブームで売上高55.6億円・営業利益9.1億円を記録した同社は、ブーム剥落後のFY2023～FY2025で売上高48.6億円前後に着地した。注目すべきはこの3年間の利益動態である。営業利益は289百万円→166百万円→59百万円と急落したが、粗利率は56.7%→57.7%→60.5%と逆に改善が続いた。利益減少の主因は販管費率の50.8%→54.3%→59.3%への上昇であり、その内訳は人件費（7.6%→8.6%→9.4%）、地代家賃（6.6%→7.9%→8.8%）、業務委託費増（サプライチェーン改革関連）である。すなわち、粗利率が改善しているにもかかわらず営業利益が減ったのは、出店・直質体制構築・人員拡充という先行投資が集中したためであり、ブランド力の毀損ではない。

会社はこの状況を2026年版事業計画で明確に総括し、従来の「グローバル展開」「D2C戦略」「ブランディング戦略」の3本柱を、「グローバル戦略」「D2C戦略」「収益構造改革」へ再編した。注目に値するのは、従来独立していた「ブランディング戦略」がD2C戦略に統合され、代わりにサプライチェーン改革と販管費コントロールを前面に出した「収益構造改革」が新設された点である。経営陣が、投資フェーズから回収フェーズへの転換を意識し始めたことと表れと読める。

中長期成長目標も同時に修正された。従来は売上高CAGR 15%以上・営業利益率15%以上を掲げていたが、2026年版では売上高CAGR 7%以上・営業利益率10%以上・粗利率65%以上・ROE 8%以上へ変更している。粗利率目標が新たに加わった点が重要で、トップラインの高成長よりも収益の質を重視する姿勢への転換が読み取れる。

FY2026E会社計画は、売上高4,965百万円（前期比+2.1%）、粗利率64.0%（同+3.5pt）、営業利益115百万円（同+94.9%）である。増収幅は小幅だが、粗利率改善と販管費コントロールによって営業利益をほぼ倍増させる構図であり、3本柱の戦略がPLに最初に効いてくる年として設計されている。

3-2. 市場環境と市場機会

キューブが狙う市場機会を理解するには、2つの市場の交差点を見る必要がある。

第一に、ゴルフ用品・ウェア市場である。国内市場は矢野経済研究所「2025年度版ゴルフ産業白書」によれば約1,500億円規模で推移しており、コロナ禍ブームの反動を経て安定化しつつある。グローバル市場はIMARCのレポートによれば約1兆円（約82億ドル）規模で、2024～2033年のCAGRは3.4%と堅調な成長が見込まれている。コロナ禍以降のゴルフ人口の裾野拡大は一巡したが、富裕層を中心としたプレミアム化の潮流は続いており、高単価ゴルフウェアの市場は数量減を単価上昇で吸収する構図にある。

第二に、パーソナルラグジュアリー市場である。グローバルインフォメーションのデータによれば、日本国内市場は約6兆円規模（2025年約33.9億ドル）、2025～2034年のCAGRは5.5%である。グローバルでは約70兆円（約4,127億ドル）規模で、2024～2030年のCAGRは5.8%と、ゴルフ用品市場を上回る成長率が見込まれている。

キューブの戦略的ポジションは、この2つの市場が交差する領域にある。ゴルフウェア専業でありながら、プロダクトの価格帯（ポロシャツ29,000～54,000円、トップス38,000～120,000円）と流通チャネル（GINZA SIX、阪急うめだ本店等の高級商業施設）はラグジュアリー市場の文法で設計されている。国内外流通規模（小売価格ベース+韓国ライセンス商品生産額）は2025年実績で約90億円、2024年は約120億円である。同社自身がゴルフ用品市場の中だけで成長を語るのではなく、グローバルラグジュアリー市場を「目指すべき市場」として明示している点は、戦略の射程を理解するうえで重要である。

ただし、同社の規模感を冷静に見る必要もある。各社開示資料に基づく国内レディース・メンズアパレルおよびスポーツブランドの業界比較において、キューブは売上高CAGR（FY2022～FY2025）で業界平均を下回り、営業利益率（FY2025: 1.2%）も同業他社の平均を大きく下回る位置にある。これは投資フェーズの一時的な収益圧迫を反映したもののだが、市場機会の大きさと現在の収益水準のギャップが存在していることは認識しておくべきである。

3-3. グローバル戦略

グローバル戦略の本質は、韓国一極集中からの脱却と、アジア全域への収益源分散である。FY2025の海外売上高は1,674百万円（構成比34.4%）で、その大部分を韓国卸（1,323百万円）が占める。会社はFY2026Eで韓国卸を899百万円（前期比△32.1%）へ意図的に縮小する計画であり、同時に中国・台湾・ASEANへの展開を加速させる。海外売上高比率はFY2026Eで26.7%まで低下する計画だが、これは韓国卸の構造改革が先行するためであり、海外事業そのものの縮小を意味するわけではない。

地域別の展開状況と方針を整理する。

韓国: 構造改革フェーズ。韓国は総代理店JC FAMILY CO., LTD.を通じた卸売が中心で、61店舗を展開する（FY2025末）。売上高は1,476百万円（FY2024）→1,323百万円（FY2025）→899百万円（FY2026E）と計画的に縮小させている。ただし有報のリスク情報に記載のとおり、JC FAMILYへの売上依存度は27.2%（FY2024）→26.1%（FY2025）と依然として高く、特定販売先への集中リスクは引き続き存在する。経営方針は「売上拡大路線から利益率向上へのシフト」に転換しており、店舗の選択と集中、マーケティング施策の共同展開、日韓共同の商品開発を推進する。韓国卸の構造改革は、売上高の一時的な減少を伴うが、プロパー消化率の維持と卸マージンの適正化を通じて利益の質を改善する方向にある。

中国: 成長投資フェーズ。2025年に香港に合弁会社IllumiVista Co., Limitedを設立（出資比率50%）、2025年6月に北京「China World Mall（国貿商城）」に旗艦店をグランドオープンし、会員制ゴルフコース内に2店舗を展開した。FY2025の中国卸売上は100百万円、FY2026Eでは163百万円（前期比+60.4%）を計画する。2026年3月には「北京CBD国際高爾夫球会」への出店も予定されている。中国展開の特徴は、現地パートナーの生産拠点を活用したコストダウンと、デジタルマーケティング強化による顧客基盤の構築を同時に進める点にある。ただし、JV事業は持分法適用であり、FY2025の持分法投資損失は68百万円を計上している。黒字転換の時期は中国事業の規模拡大ペース次第であり、当面は先行投資の局面が続く。

台湾: 安定成長フェーズ。2024年に台北・台中に専門店2店舗を出店し、順調に成長している。FY2025の台湾売上高は123百万円（構成比2.5%）で、3店舗目の出店に向けたリサーチも進行中である。同フロア内で売上トップを記録するなど、MARK&LONAブランドの台湾市場との親和性は確認されている。

ASEAN: 種まきフェーズ。2024年に東南アジア地域のパートナーとしてMYB社と合弁会社設立の契約を締結した。ベトナムでは2025年10月にホーチミン高島屋に初の常設店をオープン、2店舗目の出店に向けたリサーチを進めている。インドネシアではジャカルタで韓国発ガールズユニットVVUPを起用したプロモーションイベントを実施し、2日間で約5,000人を集客した。シンガポール・マレーシアにおける専門店初出店、タイにおけるパートナー開拓も並行して進めている。ASEANは現時点では売上貢献が限定的だが、中長期的にはアジア富裕層の拡大を取り込む重要な布石となる。

欧米: イタリア・米国等への卸売を通じて海外セレクトショップや高級ゴルフ場で展開しているが、売上規模は小さい(海外卸全体でFY2025: 147百万円)。当面は卸売を通じたブランド認知拡大が主目的であり、直接的な収益貢献は限定的である。

グローバル戦略全体を俯瞰すると、韓国の縮小分を中国・台湾・ASEANで埋める構図だが、FY2026E時点では韓国の減収幅(△424百万円)が中国の増収分(+61百万円)を大きく上回る。海外売上高は差し引きで減少する計画であり、グローバル戦略が売上成長に純増として寄与するのはFY2027以降と見るべきである。FY2026Eのグローバル戦略の最大の成果は、売上規模ではなく、韓国依存度の引き下げという構造改革の進捗にある。

3-4. D2C戦略

D2C戦略は、国内リテールの拡大とOMO(Online Merges with Offline)の深化を通じて、ブランドの顧客接点を直接支配下に置くことを狙う。D2C比率は55.9%(FY2023)→57.8%(FY2024)→61.9%(FY2025)→70.7%(FY2026E)と加速的に上昇しており、FY2026Eには売上高の7割超が直接販売チャネルで構成される計画である。

国内リテール(FY2025: 2,086百万円、FY2026E: 2,518百万円、前期比+20.7%)がD2C戦略の中核エンジンである。出店モデルには明確なパターンがある。まずPOPUP出店でテストマーケティングを行い、顧客反応を確認したうえで常設店化するという段階的アプローチだ。FY2025には御殿場プレミアム・アウトレット(6月)、りんくうプレミアム・アウトレット(8月)に常設店を新規出店し、松坂屋名古屋店のリニューアルを実施、加えてのべ11拠点でPOPUP出店を行った。FY2026は横浜高島屋・大阪高島屋・東京大丸等でのPOPUP出店マーケティング、長島・岡崎アウトレットへの常設店出店、百貨店・商業施設のリニューアル(1~2店舗)、常設店新規出店(1~2店舗)を計画する。

既存店の売上も堅調である。FY2025の直営店全店売上は前年比109%、既存店も同101%と成長を維持した。銀座シックス店や心齋橋大丸店の増床リニューアルがインバウンド需要も取り込んで大きく寄与した。直営店11店舗(FY2025末)という規模は大手アパレルと比較すれば小さいが、1店舗あたり売上高は約190百万円と高い効率性を示している。

EC(国内EC: FY2025 820百万円、FY2026E 873百万円。海外EC: FY2025 103百万円、FY2026E 120百万円)は、BOPIS(オンライン購入→店舗受取)の推進等によりFY2025は前年比減となったが、FY2026Eは回復を見込む。EC化率は21.6%(FY2024)→19.0%(FY2025)→20.1%(FY2026E)で推移する計画だ。自社ECサイトのオペレーション見直し、SNS・アプリとのマーケティング連動の強化を進める方針である。EC化率の一時的な低下は、リアル店舗への送客を優先した結果であり、オンラインとオフラインの統合的な顧客体験を設計するOMO戦略の一環として理解すべきである。

D2C比率の上昇は、粗利率改善と直接的に連動する。卸売では卸先のマージンを差し引いた価格で出荷するのに対し、直販では小売価格での販売が可能となる。加えて、顧客データの直接取得によりMD精度の向上やリピート率の改善が期待できる。FY2026E計画のD2C売上高3,513百万円は、全社売上高4,965百万円の70.7%を占め、国内リテール単独で全社売上高の50.7%に達する。国内リテールが最大チャネルとしての地位をさらに強固にする年となる。

3-5. 収益構造改革

収益構造改革は、粗利率の改善と販管費率のコントロールの両面から構成される。FY2025の営業利益率1.2%を、FY2026Eで2.3%へ引き上げ、中長期で10%を目指す道筋をつける最も重要な戦略領域である。

サプライチェーン改革(粗利率改善)。従来、同社は商社経由の委託生産で商品を調達していたが、直接貿易(直買)体制への移行を推進している。直買化により中間マージンの削減、発注先の集約化による原価圧縮、生産管理の内製化が進む。粗利率は60.3%(FY2021)→52.9%(FY2022)→56.7%(FY2023)→57.7%(FY2024)→60.5%(FY2025)→64.0%(FY2026E)と推移しており、FY2022のIPO直後の拡大期に急落した後、3年連続で改善を続けている。FY2026Eの64.0%は過去最高水準であり、中長期目標の65%に接近する。

粗利率改善のドライバーは3つある。第一に直買比率の引き上げによる中間コストの削減、第二にD2C比率の上昇によるチャネルミックスの改善、第三に高いプロパー消化率の維持である。同社はラグジュアリーブランドとして値引き販売を極力避け、過去のデータ分析に基づく需給予測で適正在庫を維持し、枯渇感を醸成しながらブランド価値を保つ方針を採っている。在庫回転率は6.2回(FY2023)→5.3回(FY2024)→4.4回(FY2025)と低下傾向にあるが、これは直営店販売強化に伴う一定の在庫確保によるものであり、同社は許容範囲と説明している。

加えて、中国における現地パートナーの生産拠点活用や、保税倉庫の活用等による物流体制の効率化も、原価低減に寄与する施策として位置付けられている。

販管費コントロール。FY2025の販管費率59.3%の内訳は、人件費9.4%、地代家賃8.8%、広告宣伝費5.3%、業務委託費、減価償却費等で構成される。FY2025の営業利益ウォーターフォールを見ると、粗利増(+134百万円)と広告宣伝費削減(+94百万円)が増益要因、人件費増(△109百万円)、業務委託費増(△77百万円)、地代家賃増(△43百万円)、減価償却費増(△32百万円)、その他(△74百万円)が減益要因となった。

FY2026Eに向けては、3つのレバーで販管費率のコントロールを図る。第一に、広告宣伝費の内製化である。生成AIを積極的に広告制作に内部活用し、外部制作費の削減と効果的な広告運用の両立を実現する方針を示している。FY2025で広告宣伝費を前期比△27.1%削減した実績は、この方針の有効性を示唆する。第二に、システム化・デジタル化の推進による効率的なオペレーション体制の構築である。第三に、出店投資のROI管理の精緻化により、店舗単位の利益改善を図ることである。

粗利率が64.0%に改善し、販管費率が相応にコントロールされれば、営業利益率2.3%は達成可能な計画である。ただし、中長期目標の営業利益率10%への到達には、現在の販管費率59%台を少なくとも55%以下まで引き下げる必要がある。売上高CAGR 7%の成長が前提であり、売上が伸びなければ固定費性の高い人件費・地代家賃が営業利益率の回復を阻む。販管費率のコントロールは、3本柱の中で最も実行難度が高く、同時に最も重要な課題である。

3-6. 投資計画と人材戦略

IPO時の新規株式発行による調達額は1,332百万円であり、2026年3月時点で1,187百万円を充当済みである(充当率89%)。内訳は運転資金619百万円のうち540百万円、設備資金713百万円のうち646百万円を使用した。残額は中長期的な持続成長に向けた採用費および人件費に充当予定とされている。

人員体制は、従業員数87名(FY2025末、臨時雇用者11名を含めると98名、事業計画は101名と表記)で、FY2021の57名から着実に拡充してきた。直買体制の構築に向けた生産管理人材、リテール拡大に伴う店舗人員、海外展開のためのグローバル人材など、成長戦略の実行に必要な人的投資を先行させてきた。人件費率の上昇(5.6%→9.4%)はこの先行投資の結果であり、今後は売上成長に伴う希薄化が期待される。

株主還元は、成長投資を当面優先する方針を採りつつ、株主優待制度(200株以上保有で10,000円相当のクーポン)を導入している。配当はゼロを継続しているが、外部環境の急変時には自社株買い等の機動的な資本政策も視野に入れるとしている。

3-7. 戦略の優先順位と今後の論点

以上を整理すると、キューブの3本柱は「粗利率改善×D2Cシフト×海外分散」の三角形として相互に補完し合う構造にある。粗利率改善はサプライチェーン改革（直買化）とD2Cシフト（チャンネルミックス改善）の両方から支えられ、D2Cシフトは国内リテール拡大を通じてブランドの価格決定力と顧客接点を強化し、海外分散は韓国卸依存リスクの低減と中長期的な売上成長の基盤を構築する。

FY2026Eの計画は、この三角形が最初にPLに効果を表す年である。粗利率64.0%は3年連続改善の延長線上にあり実現可能性は比較的高い。国内リテール+20.7%も、FY2025の+18%実績と出店パイプラインを考慮すれば達成は十分視野に入る。一方、韓国卸△32.1%は経営の意思決定として計画されたものだが、代理店側の事情による想定外の変動リスクは残る。

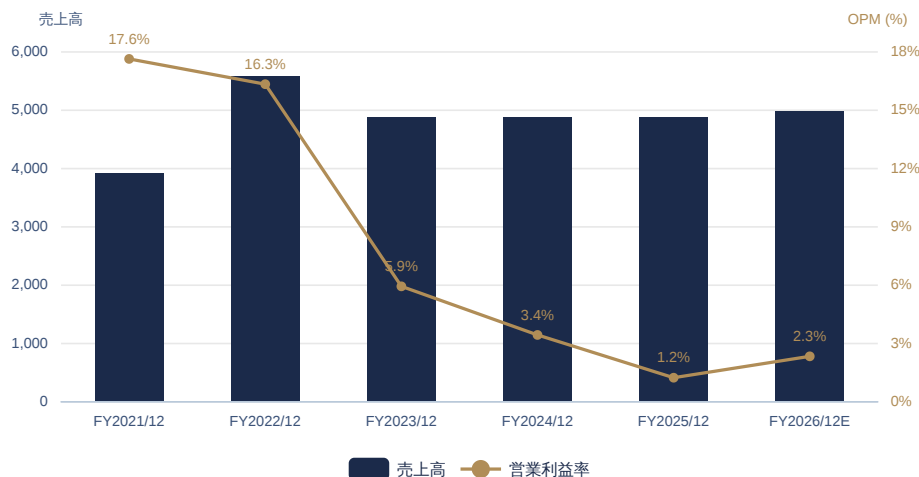
中長期の成否を左右する最大の鍵は、販管費率のコントロールである。粗利率が65%まで改善しても、販管費率が59%に張り付けば営業利益率は6%にとどまる。目標の10%に到達するには、売上成長による固定費の希薄化か、販管費の絶対額の抑制か、あるいはその両方が必要になる。人件費（9.4%）と地代家賃（8.8%）は出店拡大に伴い増加する性質のコストであり、短期的な削減は困難である。売上高CAGR 7%を達成しながら販管費の伸びを売上成長率以下に抑えられるかが、投資フェーズの出口を見極めるうえで最も重要な監視ポイントとなる。

加えて、以下の3点が今後の論点として残る。第一に、中国JV事業の黒字転換時期。FY2025の持分法投資損失68百万円は経常利益を押し下げており、中国の出店ベースと収益化のバランスが問われる。第二に、韓国卸の構造改革が計画通り進むか。JC FAMILYへの依存度は26.1%と依然高く、卸構造の再編は取引先との協議に依存する部分が多い。第三に、EC化率の回復と越境ECの成長。OMO戦略の推進によりリアル店舗への送客を優先した結果、EC化率は一時的に低下した。リテール拡大の限界費用が上昇するにつれ、ECチャンネルの再強化が売上成長の次の柱として重要性を増す可能性がある。

総じて、キューブの経営戦略は、粗利率60%超のブランド力を前提に、D2Cシフトとグローバル分散で収益構造を作り替えようとする計画である。FY2022のゴルフブーム後、3年間の投資フェーズで粗利率とD2C比率を着実に改善させてきた実績は、ブランドの価格決定力が機能していることの証拠である。FY2026Eは増収増益への転換年として設計されているが、それが一時的な反発で終わるのか、それとも中長期目標（営業利益率10%・ROE 8%）に向けた持続的回復の起点となるのかは、次章の業績動向で数字に即して検証する。

4. 業績動向

4-1. 直近5年の経営成績



出所：有価証券報告書・決算短信よりAENTRO Research作成。単体ベース

科目	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
売上高	3,901	5,560	4,858	4,864	4,864
YoY	—	+42.5%	△12.6%	+0.1%	+0.0%
売上総利益	2,354	2,939	2,756	2,807	2,941
粗利率	60.3%	52.9%	56.7%	57.7%	60.5%
販管費	1,666	2,031	2,467	2,641	2,882
営業利益	688	908	289	166	59
YoY	—	+32.0%	△68.2%	△42.6%	△64.5%
営業利益率	17.6%	16.3%	5.9%	3.4%	1.2%
経常利益	690	898	292	170	64
当期純利益	682	610	191	109	35
EPS (円)	127.71	110.58	31.42	17.88	5.70

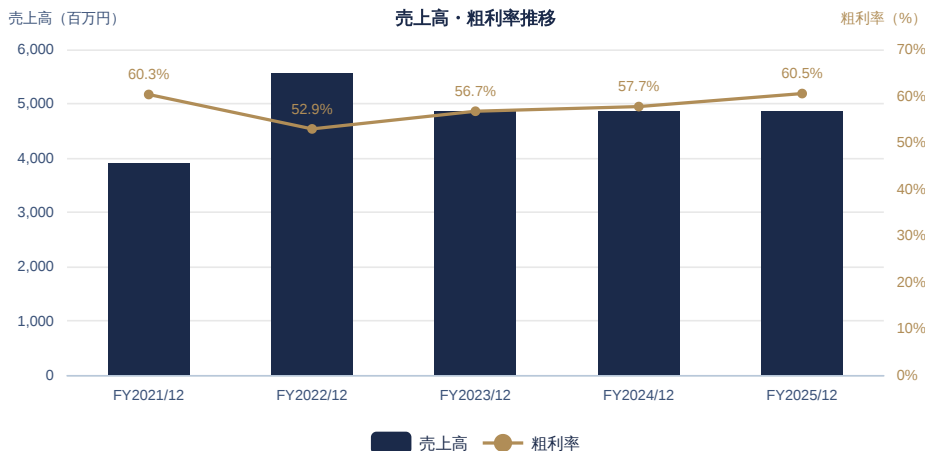
出所：有価証券報告書・決算短信よりAENTRO Research作成。単位：百万円

キューブの過去5年の業績は、FY2022をピークとする「急騰→急落→横ばい」の弧を描いている。FY2022/12の売上高5,560百万円は、コロナ禍で顕在化したゴルフブームと韓国市場での旺盛な需要が一時的に重なった結果であり、同期の営業利益は908百万円、営業利益率16.3%と過去最高水準を記録した。

しかしこのピークは長く続かなかった。FY2023/12に売上高は4,858百万円へ12.6%減少し、営業利益は289百万円と前年比68.2%の大幅減益となった。主因は韓国卸の剥落である。韓国におけるゴルフブームの過熱感が収束し、現地代理店経由の卸売が縮小した。FY2024/12、FY2025/12は売上高がいずれも4,864百万円で横ばいに張り付く一方、営業利益はFY2024/12に166百万円、FY2025/12に59百万円へさらに縮小した。

ここで数字の見え方だけで「衰退企業」と片付けるのは誤りである。売上高はFY2023/12以降3年連続で48億円台を維持しており、ブーム前のFY2019/12(23.6億円)と比較すれば2倍の規模に定着した。MARK&LONAというブランドがブーム後も顧客基盤を保っている証拠である。営業利益の縮小は、利益率の低い事業を引きずっているからではなく、後述する販管費の構造的な膨張、すなわち意図的な先行投資フェーズの反映である。

4-2. 収益構造の変化と利益率の見方



出所：有価証券報告書・決算短信よりAENTRO Research作成。単体ベース

キューブの収益構造を理解するには、粗利率と販管費率を分けてみるのが不可欠である。

まず粗利率の推移を見る。FY2022/12の52.9%をボトムに、FY2023/12は56.7%、FY2024/12は57.7%、FY2025/12は60.5%と3年連続で改善し、FY2021/12の水準（60.3%）を回復した。売上高が横ばいの中で粗利率が8ポイント近く改善したという事実は、ブランドの価格決定力が維持されていること、そしてサプライチェーン改革（直買比率の引き上げ、仕入先集約）の効果が数字に表れ始めていることを示す。FY2022/12の52.9%は、ブーム期に卸チャンネル向け出荷が膨らみ、相対的にマージンの低い韓国卸の構成比が高かったことが主因であった。ブーム後にD2C比率が上昇し（FY2023 55.9%→FY2025 61.9%）、チャンネルミックスが改善したことで、粗利率は構造的に回復している。

問題は販管費率である。FY2022/12の36.5%から、FY2023/12は50.8%、FY2024/12は54.3%、FY2025/12は59.3%へ一貫して上昇した。3年間で23ポイント近い膨張であり、粗利率改善の果実をすべて飲み込んで余りある水準である。

FY2024→FY2025の営業利益増減を要因分解すると（決算説明資料ウォーターフォールチャート）、以下の構図が浮かぶ。

要因	金額 (百万円)
FY2024 営業利益	166
売上総利益増加	+134
広告宣伝費削減	+94
人件費増	△109
業務委託費増	△77
地代家賃増	△43
減価償却費増	△32
その他	△74
FY2025 営業利益	59

出所：2025年12月期 決算説明資料よりAENTRO Research作成

増益方向では、粗利率の+134百万円と広告宣伝費削減の+94百万円で計+228百万円を稼いだ。粗利率増は売上原価率の改善（42.3%→39.5%）が直接的に効いている。広告宣伝費はECやWEB広告の運用効率改善により、売上高比7.3%→5.3%へ2ポイント低下した。

減益方向では、人件費+109百万円が最大の要因である。直買体制構築のための人員拡充と処遇改善が重なった結果であり、有報ベースの給料手当は413百万円→451百万円へ増加した（売上高比8.6%→9.4%）。次に業務委託費+77百万円。サプライチェーン改革に伴う一時的コストを含む（有報ベースの外注費は173百万円→233百万円）。地代家賃+43百万円は、御殿場プレミアム・アウトレット、りんくうプレミアム・アウトレット、松坂屋名古屋店リニューアルなど新規出店の影響である（有報ベースで384百万円→428百万円、売上高比7.9%→8.8%）。

要するに、営業利益の減少は「稼ぐ力の毀損」ではなく、「粗利で稼いだ以上に先行投資に回している」構造である。ただし、販管費率59.3%という水準は、粗利率60.5%との差が僅か1.2ポイントにまで縮まっており、利益の薄さは否定できない。FY2026/12以降に販管費率の改善が見えなければ、「投資」の看板は外れ「コスト構造の肥大化」と見なされるリスクがある。

4-3. 財政状態と資本効率

科目	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
総資産	2,592	4,619	4,508	4,792	4,611
流動資産	2,189	4,079	3,719	3,882	3,259
うち現預金	1,576	3,263	2,836	2,904	2,111
うち棚卸資産	189	304	369	405	454
固定資産	403	540	789	909	1,353
うち投資その他の資産	266	397	463	505	884
負債合計	964	949	647	809	569
純資産合計	1,628	3,670	3,861	3,983	4,042
自己資本比率	62.8%	79.5%	85.6%	83.1%	87.7%
ネットキャッシュ	1,576	3,263	2,836	2,904	2,111
ROE	—	23.0%	5.1%	2.8%	0.9%
BPS (円)	304.96	604.29	635.72	654.22	658.42

出所：有価証券報告書・決算短信より AENTRO Research 作成。単位：百万円

FY2025/12末の総資産は4,611百万円、純資産は4,042百万円、自己資本比率は87.7%である。有利子負債はゼロで、ネットキャッシュは2,111百万円。財務基盤はきわめて健全であり、成長投資の原資は十分に確保されている。

BSの変化で目を引くのは2点ある。第一に、現預金がFY2024/12の2,904百万円からFY2025/12の2,111百万円へ793百万円減少した。主因は中国合併会社 (IllumiVista Co., Limited) への出資295百万円と、定期預金の純増701百万円 (預入1,962百万円 - 払戻1,261百万円) である。手元の流動性は減少したが、定期預金を含めた広義の手元資金は依然として潤沢である。

第二に、固定資産が909百万円→1,353百万円へ444百万円増加した。投資その他の資産が505百万円→884百万円へ急増しており、その内訳は中国JVの関係会社株式295百万円が大半を占める。有形固定資産 (386百万円→410百万円) は出店関連の増加だが小幅にとどまる。

資本効率の観点では、ROEがFY2022/12の23.0%からFY2025/12の0.9%へ急落した。純利益の縮小が直接的な原因だが、純資産が4,042百万円まで積み上がる中で無配当を継続していることも効いている。BPSは658.42円と安定的に増加しているものの、利益成長を伴わない自己資本の蓄積はROEを構造的に押し下げる。FY2025/12末のPBR 0.91倍 (LTMベースでは1.34倍) は、市場がこの資本効率の低さに疑念を持っていることの反映である。

4-4. キャッシュフローと財務運営

科目	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
営業CF	1,024	394	△178	238	△254
投資CF	△39	△138	△250	△173	△1,239
財務CF	△747	1,430	—	0	—
FCF	985	256	△428	65	△1,493
期末現金同等物	1,096	2,783	2,356	2,424	930

出所：有価証券報告書・決算短信より AENTRO Research 作成。単位：百万円

FY2025/12のキャッシュフローは、3区分すべてが同社の「投資フェーズ」を鮮明に映し出している。

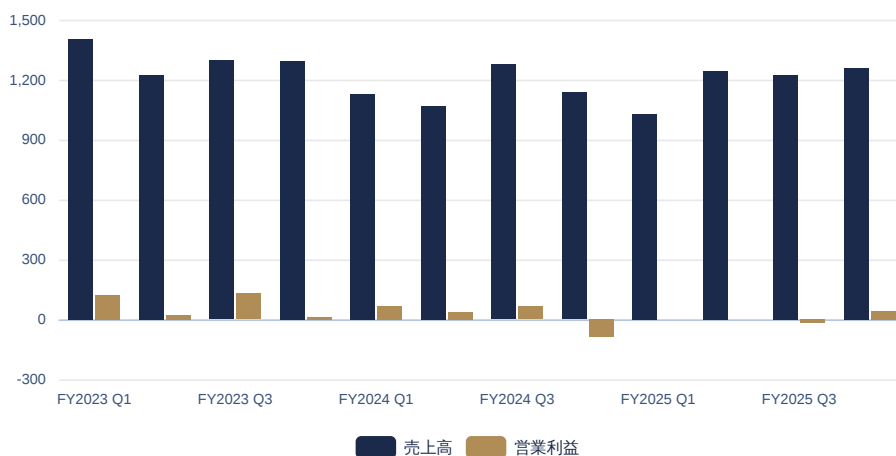
営業CFは△254百万円と2年ぶりのマイナスとなった。税引前利益64百万円に減価償却費134百万円を加算したグロスは十分だが、運転資本の悪化が足を引いた。具体的には、売上債権が61百万円増、棚卸資産が49百万円増、買掛金が70百万円減、契約負債 (韓国代理店向け前受金) が160百万円減少しており、

合計で約340百万円の運転資本の流出が営業CFを赤字に転落させた。契約負債の減少は韓国卸の構造的縮小を直接反映しており、今後も前受金の水準は戻りにくい。

投資CFは△1,239百万円と過去最大の支出となった。中身を分解すると、定期預金の純増が701百万円（預入1,962百万円 - 払戻1,261百万円）、中国JVへの関係会社株式取得が295百万円、有形固定資産取得が123百万円、出資金32百万円などである。定期預金の純増は実質的に資金の振替であるため、事業目的の純投資額は約538百万円と見るのが適切である。それでもFY2024/12の173百万円と比べれば3倍以上の規模であり、中国JV設立を軸に海外投資が一段加速したことが分かる。

結果としてFCF（営業CF+投資CF）は△1,493百万円と大幅なマイナスとなった。期末の現金及び現金同等物は930百万円まで減少している。ただし、上述の通り定期預金の純増分を調整すると、実質的な資金減少は約790百万円であり、現預金ベース（定期預金含む）では2,111百万円を保持している。足元の無配当方針と無借金経営を合わせれば、資金繰り面での懸念は当面ない。

4-5. 直近四半期の概要



出所：有価証券報告書・決算説明資料よりAENTRO Research作成

四半期売上高 (百万円)

四半期	FY2023	FY2024	FY2025
1Q	1,403	1,225	1,136
2Q	1,128	1,067	1,223
3Q	1,296	1,276	1,243
4Q	1,029	1,294	1,258
通期	4,858	4,864	4,864

四半期営業利益 (百万円)

四半期	FY2023	FY2024	FY2025
1Q	174	44	0
2Q	24	42	36
3Q	170	65	△19
4Q	△80	13	42
通期	289	166	59

出所：決算説明資料 (FY2024・FY2025)、有価証券報告書。一部ビジュアル読み取り値を含む

キューブの四半期パターンには明確な季節性がある。1Q・3Qは卸出荷タイミングにより売上が膨らみやすく、3Q・4Qは秋冬物（重衣料）の展開時期のため単価が高い。FY2022以前は1Qに韓国卸の大型出荷が集中して全体を押し上げていたが、韓国卸の縮小に伴い、この季節パターンは変質しつつある。

FY2025/12の四半期推移で注目すべきは2点ある。第一に、4Q売上高1,258百万円が3年間の4Qで最高水準に達した点である。国内リテールの654百万円（ビジュアル読み取り値）が牽引しており、ロイヤルカスタマー向けPOPUP出店と年末商戦の相乗効果が表れている。直営店全店売上は前年比109%で着地し、既存店も前年比101%と堅調だった。

第二に、3Qの営業損失△19百万円である。FY2023/12 3Qの営業利益170百万円、FY2024/12 3Qの65百万円と比較すると急速な悪化であり、出店投資やサプライチェーン改革費用が3Qに集中したことが読み取れる。ただし4Qには42百万円の営業黒字に回復しており、通期では黒字を確保した。

4-6. 通期見通し

FY2026/12の会社予想は以下のとおりである。

科目	FY2025実績	FY2026E	増減率
売上高	4,864	4,965	+2.1%
営業利益	59	115	+94.9%
経常利益	64	120	+87.5%
当期純利益	35	66	+88.6%
EPS (円)	5.70	10.74	+88.4%

出所：有価証券報告書・決算短信より AENTRO Research 作成。単位：百万円

FY2026/12は、3年ぶりの増収増益計画である。売上高4,965百万円（+2.1%）、営業利益115百万円（+94.9%）を見込む。増収幅は+102百万円と小幅だが、チャンネルミックスの大きな変化を伴う点が重要である。決算説明資料によれば、D2Cチャンネル（国内リテール+国内EC+海外EC）は3,513百万円（+504百万円、D2C比率70.7%）へ拡大する一方、韓国卸は899百万円（△424百万円、前年比△32.1%）と大幅に縮小する計画となっている。売上高は「韓国卸の縮小をD2C拡大で埋める」構図であり、見かけの微増収の裏側でチャンネル構成比が大きく入れ替わる年となる。

利益面では、粗利率64.0%が前提に置かれている。FY2025/12実績の60.5%から+3.5ポイントの改善であり、直買比率のさらなる引き上げと原価目標管理の徹底が計画の背景にある。売上総利益は3,179百万円（+238百万円）となる見通しで、販管費の増加を粗利改善で吸収して営業利益を倍増させるシナリオである。EBITDAは249百万円（+29.0%）を見込む。

4-7. 今後の注目点

以上を踏まえ、今後の業績を評価するうえで確認すべき論点は3つに集約される。

第一に、粗利率が64%に到達するか。FY2025/12の60.5%から+3.5ポイントの改善を1年で実現するには、直買比率の引き上げとプロパー消化率の維持が同時に必要である。過去3年間の改善トレンド（52.9%→56.7%→57.7%→60.5%）の延長線上にはあるが、年間+3.5ポイントはこれまでの最大の改善幅に近く、達成は決して容易ではない。四半期ごとの売上原価率の進捗が最も直接的な確認指標になる。

第二に、販管費率の改善幅である。FY2025/12の59.3%から営業利益率2.3%を実現するには、販管費率を約61.7%以下に抑える必要がある。粗利率64.0%の前提が崩れた場合、販管費率の改善がなければ営業利益は計画を大きく下回る。広告宣伝費は既にFY2025/12で売上高比5.3%まで絞り込んでおり、追加的な削減余地は限定的である。人件費と地代家賃は出店計画に連動して増加が続く見通しであり、販管費率の改善は売上成長を伴わなければ実現しにくい。

第三に、D2C比率70%超の実現性である。国内リテール2,518百万円（+20.7%）は、御殿場・りんくうのアウトレット常設店のフル寄与と追加出店が前提となっている。FY2025/12の国内リテールが+18.3%成長を達成した実績を踏まえれば、+20.7%は射程圏内だが、ゴルフアパレル市場全体の成熟化を考慮すると、既存店成長率が前年比101%にとどまった点はやや気掛かりである。D2C比率の上昇それ自体は粗利率改善に直結するため、チャンネル転換の進捗は利益構造全体の見通しを左右する。

売上横ばい・営業減益の3年間だが、粗利率改善（52.9%→60.5%）とD2C比率の上昇（55.9%→61.9%）は計画線上にある。FY2026/12は、これらの構造変化が利益回復として結実するかを試す転換年である。

5. 中長期成長方針

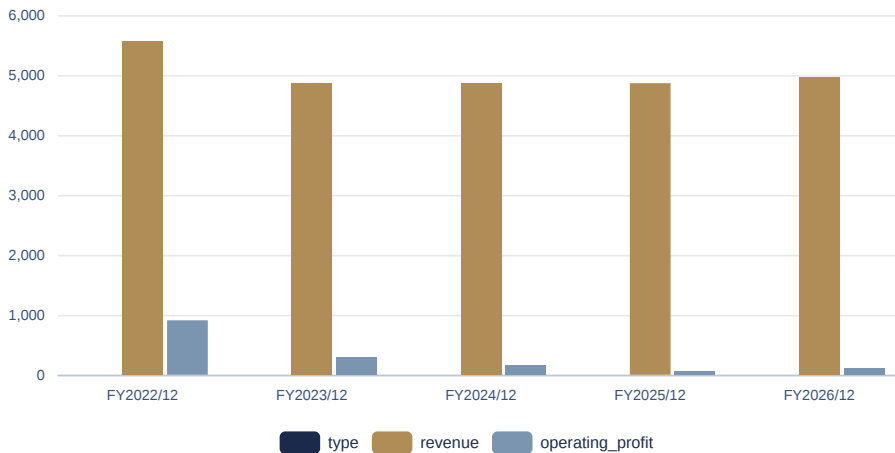
5-1. 位置づけ

キューブは正式な中期経営計画を策定していない。グロース市場上場企業として開示が義務付けられている「事業計画及び成長可能性に関する事項」の中で中長期目標を提示しており、これが投資家にとって唯一の定量ガイダンスとなっている。同資料は2024年3月版、2025年3月版、2026年3月版と毎年更新されており、目標水準も環境変化に応じて修正されてきた。

足元の位置づけを一言で整理すると、FY2025が投資フェーズの底であり、FY2026から回復フェーズへ移行する、というのが会社の認識である。FY2022のコロナ禍ゴルフブーム（売上高5,560百万円、営業利益908百万円）をピークに、FY2023以降は需要正常化と成長投資の先行によって営業利益は3年連続で減少し、FY2025は59百万円（営業利益率1.2%）まで落ち込んだ。一方で、この間に粗利率は52.9%から60.5%へ改善し、D2C比率は55.9%から61.9%へ上昇した。つまり、利益の減少と構造の改善が同時に進んだ3年間であり、会社はFY2026から増収増益への転換を計画している。

5-2. 数値目標の読み方

2026年3月版の事業計画資料では、中長期成長目標として以下の4指標が開示されている。



出所：会社開示資料よりAENTRO Research作成

指標	中長期目標	FY2025実績	ギャップ
売上高CAGR	7%以上	0.0% (3年横ばい)	大
営業利益率	10%以上	1.2%	約9pt
売上総利益率 (粗利率)	65%以上	60.5%	約5pt
ROE	8%以上	0.9%	約7pt

注目すべきは、2025年3月版から目標水準が大幅に引き下げられた点である。2025年3月版では売上高CAGR 15%以上、営業利益率15%以上を掲げていたが、2026年3月版ではそれぞれ7%以上、10%以上に修正された。加えて、売上総利益率65%以上が新たに目標として追加された。会社自身が「事業環境を踏まえ修正」と注記しており、ゴルフブーム後の需要正常化と投資先行期の長期化を織り込んだ結果といえる。

4指標の前提条件を分解すると、相互に連動する構造が浮かび上がる。粗利率65%は、直質化による原価低減（FY2025時点で売上原価率39.5%→目標35%水準）とプロパー消化率の維持によって実現する計画である。営業利益率10%を達成するには、粗利率65%に対して販管費率を55%以下に抑える必要がある。FY2025の販管費率は59.3%であり、売上成長による固定費レバレッジが不可欠となる。CAGR 7%は、FY2025の売上高4,864百万円を起点とすると、5年後に約6,800百万円、ブーム期のFY2022（5,560百万円）を超える水準を意味する。ROE 8%は、自己資本比率87.7%という現在の資本構成を前提とすると、純利益率で約7%程度が必要となり、営業利益率10%から逆算すれば税率と営業外損益次第で到達可能な範囲にある。

要するに、4指標は独立した目標ではなく、「D2Cシフト+直質化→粗利率改善→売上成長に伴う販管費率低下→営業利益率・ROEの回復」という一本のシナリオの上に乗っている。どこかが崩れれば連鎖的に未達となる構造であり、その結節点にあるのが販管費率のコントロールである。

5-3. 重点施策と進捗

中長期目標の実現手段として、会社は3本柱の戦略を掲げている。2026年3月版では、従来の「グローバル展開」「D2C戦略」「ブランディング戦略」の3本柱から、「グローバル戦略」「D2C戦略」「収益構造改革」に再編された。ブランディングがD2Cに統合され、収益構造改革が独立項目として格上げされた点に、会社が利益回復への道筋を明示する意図が読み取れる。

グローバル戦略は、韓国のポートフォリオ最適化と新市場開拓の二正面作戦である。韓国卸はFY2024の1,476百万円からFY2025の1,323百万円へ縮小し、FY2026計画ではさらに899百万円（前年比△32.1%）と大幅な減収を織り込む。これは市場環境への適応を優先し、売上拡大路線から利益率向上へシフトす

る構造改革である。一方、中国JVはFY2025に100百万円で立ち上がり、FY2026は163百万円(+63.0%)を計画。北京の旗艦店に加え、ゴルフ場内店舗の出店を推進する。台湾は2024年に2店舗を出店し順調に成長。ASEAN地域では、インドネシアでMYB社とのJVを設立し、ベトナムにも初出店した。韓国の構造縮小を、中国・台湾・ASEANの立ち上げで代替する過渡期にある。

D2C戦略は、国内リテールの出店拡大とEC強化を両輪とする。国内リテールはFY2025に2,086百万円(前年比+18%)と2桁成長し、FY2026は2,518百万円(+20.7%)を計画する。成長の源泉は、POPUP出店によるテストマーケティングからの常設化、アウトレットチャネルの新設、既存店の増床リニューアルという3段階の出店モデルである。御殿場プレミアム・アウトレット、りんくうプレミアム・アウトレットへの常設出店はFY2025に実現し、FY2026は長島・岡崎のアウトレットを計画する。ECについては、BOPIS(オンライン購入・店舗受取)の推進によりEC単体の売上は減少したが、これはD2C全体としてはリテールへの送客効果を含めて評価すべきである。D2C比率はFY2025の61.9%からFY2026に70.7%へ約9pt上昇する計画であり、チャネルミックスの転換が加速する。

収益構造改革は、サプライチェーン改革と経費構造改革の二本柱である。サプライチェーン面では、商社経由の委託生産から直接貿易(直買)への移行を推進し、中間コストの削減と発注先の集約を図る。FY2025の粗利率60.5%はこの直買化の途上で達成されたものであり、FY2026は64.0%を目標とする。経費面では、広告宣伝費の運用効率改善(FY2025は前年比で約94百万円削減済み)、生成AIの広告制作への活用による外部制作費の削減、システム化・デジタル化によるオペレーション効率化を進める。

FY2026の事業計画は、売上高4,965百万円(前年比+2.1%)、営業利益115百万円(+94.9%)である。増収幅は控えめだが、粗利率の3.5pt改善(60.5%→64.0%)により売上総利益は238百万円増加し、販管費の伸びを吸収して増益に転じる計画となっている。

チャネル別の計画を見ると、D2C(国内リテール+国内EC+海外EC)が3,511百万円で全体の70.7%を占め、B2B(韓国卸+中国卸+海外卸+国内卸)が1,262百万円で25.4%となる。韓国卸の急減(△424百万円)を国内リテールの拡大(+432百万円)でほぼ相殺する構造であり、売上高の微増でも利益率の高いD2Cへのミックス改善によって利益成長を実現するシナリオである。

5-4. キャピタルアロケーション

キューブの資本構成は極めて保守的である。FY2025末の自己資本比率は87.7%、有利子負債はゼロ、ネットキャッシュは2,111百万円であり、時価総額の約4割に相当する現預金を保有している。

IPO時の新規株式発行による手取り金は1,439百万円であった。このうち1,332百万円を運転資金(619百万円)と設備資金(713百万円)に充てる計画を開示し、2026年3月27日時点で1,187百万円を充当済みである。内訳は運転資金540百万円、設備資金646百万円で、残額は中長期的な持続的成長に向けた採用費及び人件費に充当する方針とされている。

投資の内訳を見ると、FY2025の投資CFは△1,239百万円と大幅に拡大した。有形固定資産410百万円(前年比+24百万円)、無形固定資産59百万円(+41百万円)、投資その他の資産884百万円(+379百万円)と、いずれも増加しているが、特に投資その他の資産の増加が目立つ。これはグローバル展開に伴うJV出資や差入保証金(新規出店関連)の増加と推測される。

フリーキャッシュフローはFY2025に△1,493百万円と大幅なマイナスとなった。FY2024の+65百万円からの急変は、営業CFが△254百万円に転落したこと(運転資本の拡大が主因)と、上述の投資CF拡大が重なった結果である。ネットキャッシュはFY2024末の2,904百万円から2,111百万円へ793百万円減少した。投資フェーズにおけるキャッシュ消化は計画的なものだが、現預金の総資産比率は60.6%から45.8%に低下しており、投資原資の残りは意識すべき局面に入りつつある。

5-5. 配当政策・株主還元

キューブはIPO以来、一貫して無配を続けている。会社は「成長途上企業であり、業容拡大を目指して投資(人財投資、システム投資、店舗(OMO)展開、M&A等)を継続する」と明示しており、「株主還元方針は、投資による業容拡大による企業価値の拡大を当面優先する」と開示している。現時点での配当開始の見通しは示されていない。

株主還元策としては、株主優待制度を導入している。毎年12月末時点で200株(2単元)以上を保有する株主に対し、国内店舗・国内公式オンラインストアで利用できるクーポン(10,000円相当分)を年1回進呈する。200株の投資額は約18万円(株価880円前後を前提)であり、優待利回りは約5.6%と高水準である。もっとも、これは同社のD2Cブランドを体験してもらう販促的な意味合いも強く、機関投資家にとっての実質的なリターンとは区別して考えるべきである。

自社株買いについては、「外部環境の急変時には、自社株買い等機動的な資本政策も視野に入れ、IRを強化し株主価値の拡大を図る」と述べるにとどまっている。PBR 0.9倍(FY2025末時点)という水準は自社株買いの合理性を支持するが、成長投資優先の方針が続く限り、実施のハードルは高い。

5-6. まとめと評価軸

中長期目標の4指標のうち、粗利率65%は最も達成確度が高い。FY2021の60.3%→FY2022の52.9%(ブーム期の原価率上昇)→FY2025の60.5%→FY2026計画64.0%という推移は、直買化とD2C比率上昇による構造的改善トレンドを反映しており、65%は延長線上にある。

一方、営業利益率10%の達成には大きなハードルが残る。粗利率65%を前提とした場合、営業利益率10%には販管費率を55%以下に抑える必要がある。FY2025の販管費率59.3%の内訳は、人件費9.4%、地代家賃8.8%、広告宣伝費5.3%、業務委託費(サプライチェーン改革関連)、減価償却費など固定費性の高い項目が大半を占める。D2C比率の上昇に伴い地代家賃と人件費は構造的に増加する方向にあり、売上成長なしに販管費率を下げることは難しい。CAGR 7%の売上成長が実現し、固定費レバレッジが働き始めて初めて、販管費率の低下が見えてくる。

売上高CAGR 7%の蓋然性については、FY2026計画の+2.1%がベースラインとなる。韓国卸の構造縮小(FY2026は△424百万円)を国内リテールの拡大と中国・ASEANの立ち上げで吸収しきれないかが焦点である。FY2027以降、韓国の減収幅が縮小し、中国・ASEANの売上が数億円規模に成長すれば、CAGR 7%の軌道に乗る可能性はある。ただし、グローバル展開は投資先行型であり、短期的にはキャッシュアウトが先行する。

ROE 8%は、営業利益率10%が達成された段階で、現在の高い自己資本比率(87.7%)を前提としても射程圏内となる。むしろ、ネットキャッシュ2,111百万円の有効活用(M&A、自社株買い、あるいは成長投資のさらなる加速)が資本効率改善の鍵を握る。

総じて、中長期目標の成否は販管費率のコントロールに集約される。粗利率65%はD2Cシフトと直買化の延長線上にあり、達成可能性は高い。しかし、営業利益率10%に到達するには、D2C拡大に伴う出店コスト・人件費の増加を、売上成長と生産性改善で吸収するという、難易度の高いオペレーションが求められる。投資家としては、四半期ごとの販管費率の推移と、国内リテールの既存店売上高前年比を最重要モニタリング指標として注視すべきである。

6. 株価インサイト

6-1. 株価の読み方

キューブの株価を読み解くには、まず同社が「構造転換の途上にある小型アパレル」であることを前提に据える必要がある。以下のマーケットデータが現在地を示している。

指標	値
株価 (LTM基準)	882円
時価総額 (FY2025期末)	36.7億円
時価総額 (LTM)	54.2億円
発行済株式数	6,139千株
PER (FY2025実績)	104.90倍
PER (FY2026E会社予想)	82.05倍
PBR (FY2025期末)	0.91倍
PBR (LTM)	1.34倍
ROE (FY2025)	0.9%
EPS (FY2025)	5.70円
EPS (FY2026E)	10.74円
BPS (FY2025)	658.42円
年間配当金	0円

出所：各社開示資料・株価データより AENTRO Research 作成

PER 100倍超という数字は一見して割高に映る。しかしこれはFY2025の当期純利益がわずか35百万円にまで沈んだ結果であり、通常の収益水準を反映したものではない。FY2022には純利益610百万円を計上しており、当時の時価総額74.2億円はPER 12.2倍に過ぎなかった。つまり現在のPERは「利益が一時的に極端に薄くなっている」ことを表しているだけであり、バリュエーションの判断にはPBRを軸に読むのが適切である。

6-2. バリュエーションの見方

PBR 0.91倍 (FY2025期末基準) は、純資産に対して市場が解散価値以下の評価しか与えていないことを意味する。BPS 658円に対して株価がそれを下回っている状態であり、これは「この会社の資産を帳簿通りの価値で買えるが、それに上乗せる理由がない」という市場の判断を映す。

PBRの推移を振り返ると、その変遷は明瞭である。FY2022のPBR 2.02倍は、IPO直後でありゴルフブームが追い風となった局面だった。売上55.6億円、営業利益9.1億円、ROE 23.0%という収益力が株価を押し上げていた。ところがFY2023にPBR 0.85倍まで急落する。売上は12.6%減の48.6億円へ縮小し、営業利益は68.2%減の2.9億円まで落ちた。ブームの剥落と利益急減が一気にディスカウント評価をもたらした。

FY2024はPBR 0.74倍でさらに底を打ち、FY2025に0.91倍へ若干戻した。LTM基準では1.34倍まで回復している。この動きは、市場がFY2024を「底」と認識しつつも、FY2025の粗利率60.5%への改善やD2C比率61.9%への上昇を受けて、構造転換の方向性については一定の信認を与え始めていることを示唆する。

しかし、PBR 1倍前後という水準は依然として「構造転換の成否に対する疑念」そのものである。ROEが0.9%にとどまる限り、株主資本コストを大幅に下回っており、PBR 1倍割れは理論的にも正当化される。市場が再評価に動くには、ROEが少なくとも中長期目標の8%に向かって回復する明確な兆候、すなわち営業利益率の持続的な改善が確認される必要がある。

6-3. ポジティブ・シナリオ (Opportunity)

第一に、粗利率の改善が営業利益率の回復につながるシナリオがある。粗利率はFY2022の52.9%からFY2025の60.5%まで3年連続で改善し、FY2026Eでは64.0%を計画している。直買比率の引き上げとプロパー消化率の維持がドライバーであり、中長期目標の65%は射程圏にある。FY2025は販管費率59.3%が利益を圧迫したが、粗利率64%が実現すればFY2026Eの営業利益率2.3%は達成可能であり、さらに販管費率のコントロールが進めば中長期目標の営業利益率10%への道筋が見えてくる。粗利率改善はブランドの価格決定力を定量的に裏付けるものであり、これが継続するほど市場の評価軸はPBRの切り上げに向かう。

第二に、D2Cシフトによる収益レバレッジが挙げられる。国内リテール売上はFY2023の1,583百万円からFY2025の2,086百万円へ3年で32%成長し、FY2026Eでは2,518百万円（前年比+20.7%）を計画する。D2C比率はFY2023の55.9%からFY2025の61.9%、FY2026Eでは70.7%へ急上昇する見通しである。卸チャンネルと比べてD2Cは粗利率が高く、顧客データの蓄積によるLTV向上も期待できる。D2C比率70%超の達成は、キューブを「卸売に依存するアパレル」から「自社チャンネルで利益を創出するブランド企業」へ再定義する転換点となり得る。

第三に、グローバル展開のオプション価値がある。中国JVはFY2025に売上100百万円で立ち上がり、FY2026Eでは163百万円（+60.4%）を計画する。台湾2店舗、ベトナム初出店、インドネシアJV設立と、アジア各国での拠点構築が進む。韓国卸の縮小を補う新チャンネルとしてだけでなく、ゴルフ用品・ウェアのグローバル市場（約1兆円、CAGR 3.4%）とラグジュアリー市場（約70兆円）の交差領域でブランドを展開するという構想は、仮に一部でも実現すれば現在の時価総額50億円台に対して大きなアップサイドとなる。ただし現時点ではオプション価値であり、売上貢献が本格化するまでには時間を要する。

6-4. アンチテーゼ (Anti-thesis)

第一に、韓国卸の構造的縮小リスクがある。韓国卸売上はFY2024の1,476百万円からFY2025の1,323百万円へ減少し、FY2026Eでは899百万円（前年比△32.1%）まで縮小する計画である。韓国代理店JC FAMILYへの依存度はFY2024の27.2%からFY2025の26.1%へ低下しつつあるとはいえ、依然として売上全体の約27%を占める大口取引先である。韓国市場の構造改革を進める過程で、計画以上に売上が落ち込むリスクは無視できない。D2Cの成長が韓国卸の縮小をタイミングよく補完できるかどうか、業績のブレ幅を左右する。

第二に、販管費率のコントロールに不透明性が残る。FY2025の販管費率は59.3%で、FY2022の36.5%から22.8ptも上昇している。内訳を見ると、人件費率9.4%、地代家賃率8.8%、広告宣伝費率5.3%といずれも固定費性が高い。中長期目標の営業利益率10%を達成するには、仮に粗利率65%が実現しても販管費率を55%以下に抑える必要がある。売上高CAGR 7%の成長が前提条件であり、売上が横ばいのまま推移すれば固定費負担が重くなるのしかかる。FY2025のように売上が計画未達（予想5,200百万円に対し実績4,864百万円、△6.5%）となった場合、投資した固定費が利益を大きく毀損する構図は繰り返され得る。

第三に、創業者への依存リスクがある。2026年4月の新体制で松村智明が代表取締役会長兼社長に就任し、クリエイティブディレクターも兼務することで、ブランドと経営の一体運営が強化された。意思決定の整合性が高まるメリットがある一方、有価証券報告書でもリスク要因として開示されているとおり、創業者個人への依存度は注視すべきポイントである。会社は各部門における社員のスキルアップと代替可能な体制の構築を進めるとしている。ラグジュアリーブランドにおけるクリエイティブの継承は業界共通の課題であり、同社においても中長期的な後継体制の整備が引き続き重要なテーマとなる。

6-5. 同業比較

社名	コード	売上高 (百万円)	純利益率	売上高増加率	時価総額 (百万円)	PER (倍)	EV/EBITDA (倍)
キューブ	7112	4,864	0.7%	0.0%	5,612	160.33	18.14
バルグループHD	2726	234,704	7.5%	12.9%	289,848	15.35	6.32
ユナイテッドアローズ	7606	150,910	2.8%	12.4%	74,416	15.89	6.37
パロックジャパン	3548	51,499	0.7%	△11.5%	27,837	74.70	19.59
TOKYO BASE	3415	23,734	5.1%	17.4%	18,815	15.56	8.03
パレモHD	2778	14,083	0.1%	△6.4%	1,506	71.38	5.76
タカキュー	8166	8,667	13.0%	△10.2%	2,634	2.34	16.45
ANAP HD	3189	1,775	△149.9%	—	7,312	—	△7.90
業界中央値	—	23,734	2.8%	3.0%	18,815	15.72	6.37
業界平均値	—	69,339	△17.2%	2.5%	60,338	32.54	7.80

出所：各社開示資料・株価データより AENTRO Research 作成

補足：キューブの営業利益率はFY2025実績1.2%、ROEは0.9%、PBRはFY2025期末0.91倍（有価証券報告書ベース）。競合各社の営業利益率・ROE・PBRは開示情報に含まれないため割愛した。

この比較表から読み取るべきポイントは三つある。第一に、キューブの時価総額56億円は業界中央値188億円を大きく下回り、Peerの中で最小規模に位置する。小型株ゆえの流動性リスクを内包しており、ファンダメンタルズの変化が株価に増幅されやすい。

第二に、PER 160倍という数字は利益水準の低さを反映したものであり、恒常的な割高を示すものではない。Peerの中ではパロックジャパン（74.7倍）やパレモHD（71.4倍）も利益水準の低迷から高PERとなっており、利益の正常化とともにPERは大きく変動し得る。キューブのFY2026E会社予想ベースではPER 82.1倍であり、純利益66百万円への回復が実現すれば評価倍率は改善に向かう。

第三に、EV/EBITDA 18.1倍はPeer中央値6.4倍を大きく上回る。同様にEV/EBITDAが高いのはパロックジャパン（19.6倍）とタカキュー（16.5倍）で、いずれも利益水準の低迷期にある企業である。キューブのEBITDA 193百万円は、粗利率の高さ（60.5%）にもかかわらず販管費率の上昇で圧縮されている。粗利率改善と販管費コントロールによりEBITDAが正常化すれば、EV/EBITDAの水準訂正が起こる可能性がある。

対照的に、パルグループHD (PER 15.4倍、EV/EBITDA 6.3倍) やTOKYO BASE (PER 15.6倍、EV/EBITDA 8.0倍) は利益率と成長率の両方が安定しており、市場から「通常の事業運営」として評価されている。キューブがこれらのPeerと同列の評価を得るためには、営業利益率の回復と売上成長の両立を市場に見せる必要がある。

6-6. 今後の注目KPI・カタリスト

キューブの株価を四半期ベースで追う際には、以下の指標とイベントに注目すべきである。

売上面では、国内リテールの既存店売上高前年比が最も重要な先行指標となる。FY2025は全店前年比109%、既存店前年比101%で着地しており、この水準が維持あるいは加速するかどうか、D2C戦略の進捗を測る最もシンプルなシグナルである。チャネル別では、韓国卸の減少ペースとD2Cの成長ペースのバランスが問われる。FY2026Eでは韓国卸△424百万円をD2C合計+503百万円で吸収する計画であり、この「差し引き」が四半期ごとに確認できるかが焦点となる。

利益面では、粗利率の四半期推移が核心的なKPIである。FY2026Eの粗利率64.0%は、直賃比率の引き上げとD2C比率向上の両方が前提となる。粗利率が64%に到達するかどうかは、サプライチェーン改革の実効性を測る直接的な指標となる。あわせて販管費率の推移も注視すべきで、FY2025の59.3%から低下に転じるかが営業利益率回復の鍵を握る。

グローバル展開では、中国JVの売上高 (FY2025: 100百万円、FY2026E: 163百万円) と新規出店数が進捗の目安となる。ASEAN (ベトナム2号店、インドネシア初出店) の立ち上がりも中長期の成長オプションとして追うべき指標である。

主なカタリストとしては、FY2026各四半期の決算発表 (3月・6月・9月の四半期、2月の通期) が挙げられる。とりわけFY2026 1Q (2026年3月期) の粗利率と販管費率は、通期計画の蓋然性を見極める最初の機会となる。加えて、中長期成長目標の更新 (事業計画及び成長可能性に関する事項は2027年3月を目途に次回開示予定) は、売上高CAGR 7%・営業利益率10%・粗利率65%・ROE 8%の達成時期についてより具体的な情報が得られる機会となり得る。

以上を総括すると、PBR 0.9倍という評価は、市場がキューブの構造転換に対して「方向性は認めつつも、利益で証明されるまでは待つ」という態度を取っていることの表れである。粗利率の持続的改善が営業利益率の回復として顕在化し、ROEが意味のある水準へ回復することが確認できれば、PBRの再評価が起こる余地は十分にある。その逆に、販管費のコントロールが効かず利益の回復が遅延すれば、PBR 1倍割れは長期化し得る。投資判断においては、四半期ごとの粗利率と販管費率の推移を最も重視すべきである。

7. Appendix

7-1. 損益計算書 主要科目の推移 (単位: 百万円)

科目	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E
売上高	3,901	5,560	4,858	4,864	4,864	4,965
売上原価	1,547	2,621	2,102	2,057	1,923	—
売上総利益	2,354	2,939	2,756	2,807	2,941	—
販売費及び一般管理費	1,666	2,031	2,467	2,641	2,882	—
営業利益	688	908	289	166	59	115
営業利益率 (%)	17.6	16.3	5.9	3.4	1.2	2.3
経常利益	690	898	292	170	64	120
当期純利益	682	610	191	109	35	66
EPS (円)	127.71	110.58	31.42	17.88	5.70	10.74

出所: 有価証券報告書 (FY2021~FY2025)、決算短信 (業績予想) より AENTRO Research 作成

売上高は FY2022 にコロナ禍のゴルフブームを背景に 5,560百万円のピークを記録した後、FY2023 以降は 4,860百万円前後で横ばいに推移している。一方、売上総利益率は FY2022 の 52.9% を底に FY2025 には 60.5% まで改善しており、直質化・D2C シフトによるミックス改善が着実に進んでいる。ただし販管費は出店投資・人員拡充に伴い FY2022 の 2,031百万円から FY2025 の 2,882百万円へ4割以上増加しており、営業利益率は FY2021 の 17.6% から FY2025 の 1.2% まで大幅に低下した。FY2026E は売上高 4,965百万円 (前期比+2.1%)、営業利益 115百万円 (同+94.9%) と増益転換を見込むが、営業利益率は 2.3% にとどまる計画であり、成長投資のリターン顕在化には時間を要する見通しである。

7-2. 貸借対照表 主要科目の推移 (単位: 百万円)

科目	FY2023	FY2024	FY2025
流動資産	3,719	3,882	3,259
現金及び預金	2,836	2,904	2,111
売上債権	351	404	464
棚卸資産	369	405	454
固定資産	789	909	1,353
有形固定資産	315	386	410
無形固定資産	10	18	59
投資その他の資産	463	505	884
資産合計	4,508	4,792	4,611
流動負債	531	667	405
固定負債	116	142	164
負債合計	647	809	569
純資産合計	3,861	3,983	4,042
株主資本比率 (%)	85.6	83.1	87.7
BPS (円)	635.72	654.22	658.42

出所: 有価証券報告書 (FY2023~FY2025) より AENTRO Research 作成

FY2025の資産合計は4,611百万円と前期比△3.8%で減少した。主因は現金及び預金が2,904百万円から2,111百万円へ793百万円減少したことにある。これは中国合併会社への出資(関係会社株式295百万円の新規取得)や、定期預金の純増、リテール出店投資への資金充当を反映している。一方、固定資産は909百万円から1,353百万円へ+48.8%と大幅に拡大し、投資その他の資産(関係会社株式・敷金等)の増加が牽引した。負債サイドでは有利子負債ゼロの財務体質を維持しつつ、流動負債が契約負債の減少等により667百万円から405百万円へ圧縮され、株主資本比率は87.7%と高水準を維持している。

7-3. キャッシュ・フロー計算書 主要科目の推移 (単位: 百万円)

科目	FY2023	FY2024	FY2025
営業活動によるキャッシュ・フロー	△178	238	△254
投資活動によるキャッシュ・フロー	△250	△173	△1,239
財務活動によるキャッシュ・フロー	—	0	—
フリー・キャッシュ・フロー (営業CF+投資CF)	△428	65	△1,493
現金及び現金同等物の期末残高	2,356	2,424	930

出所: 有価証券報告書 (FY2023~FY2025) より AENTRO Research 作成

FY2025の営業CFは△254百万円と2期ぶりのマイナスに転じた。税引前利益63百万円に減価償却費134百万円を加算しても、契約負債の減少(△159百万円)や仕入債務の減少(△69百万円)が運転資金を圧迫した。投資CFは△1,239百万円と前期(△173百万円)から大幅に拡大しており、定期預金の純増(△701百万円)、関係会社株式の取得(△295百万円)、有形固定資産の取得(△122百万円)が主因である。定期預金の純増を除いた実質ベースでも

△538百万円と、中国合弁出資やリテール出店投資が資金流出を押し上げた。結果としてフリーCFは △1,493百万円となり、現金及び現金同等物は期末 930百万円まで減少したが、定期預金を含む広義の手元流動性は依然として十分な水準にある。

7-4. 主要KPI

KPI	単位	FY2023	FY2024	FY2025
売上高	百万円	4,858	4,864	4,864
国内リテール	百万円	1,583	1,762	2,086
国内EC	百万円	1,013	915	820
韓国卸	百万円	1,421	1,476	1,323
海外EC	百万円	112	132	103
海外卸	百万円	55	216	147
国内卸	百万円	490	318	264
中国卸	百万円	—	—	100
D2C比率	%	55.9	57.8	61.9
EC化率	%	23.2	21.6	19.0
海外売上高比率	%	35.8	37.5	34.4
売上総利益率	%	56.7	57.7	60.5
販管费率	%	50.8	54.3	59.3
営業利益率	%	5.9	3.4	1.2
国内リテール直営店舗数	店舗	11	11	11
棚卸資産回転率	回	6.25	5.32	4.47
ROE	%	5.1	2.8	0.9
自己資本比率	%	85.6	83.1	87.7
EPS	円	31.42	17.88	5.70
BPS	円	635.72	654.22	658.42
従業員数 (臨時除く)	名	81	85	87

出所：有価証券報告書 (FY2023~FY2025)、決算説明資料 (KPI・チャネル別売上) より AENTRO Research 作成

チャネルミックスの変化が最も顕著なKPIである。国内リテールは FY2023 の 1,583百万円から FY2025 の 2,086百万円へ+31.8% 成長し、D2C比率は 55.9% → 61.9% へ上昇した。この間、EC化率は 23.2% → 19.0% と低下しているが、国内リテールへの顧客誘導が進んだ結果であり、D2C 全体としては拡大している。一方、韓国卸は FY2025 に 1,323百万円へ減少し、海外売上高比率は 34.4% へ低下した。売上総利益率は 56.7% → 60.5% と改善が続くものの、販管費率が 50.8% → 59.3% へ上昇したことで営業利益率は 5.9% → 1.2% へ低下している。棚卸資産回転率も 6.25回 → 4.47回 へ鈍化しており、商品在庫の効率化が今後の課題となる。

ディスクレーマー (免責事項)

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており、投資の勧誘もしくは推奨を意図しているものではありません。本レポートに記載されている数値や情報等の正確性については一切保証するところではございません。本レポートは対象企業からの委託に基づき株式会社AENTROにて作成し、対価として報酬を得ています。株式会社AENTROの役員・従業員は対象企業の有価証券について売買等の取引を行っているか、将来行う可能性がございます。本レポートに基づいた取引等については株式会社AENTROは一切責任を負いません。本レポートの著作権は株式会社AENTROに帰属するため、複製物の配布・転用・修正は固く禁じます。