

日本股票

受新冠肺炎疫情影響，加上投資者關注全球經濟受到的影響，日本股市在第一季顯著波動。投資者不分優劣拋售持倉，所有行業均面臨沽壓，我們持有的質素較佳和管理優良的企業以及那些吸引力較低的同業都遭到沽售。

雖然市場廣泛下跌及短期表現受創令人感到不安，但投資者恐慌性拋售亦讓我們有機會在具吸引力的估值水平買入看好的股票。自此，我們部份持倉在其後回升（儘管目前認為新冠病毒導致的市場恐慌已經結束仍為時尚早）。

回顧日本歷史，每次危機過後—包括2008年的全球金融危機，以及2011年的東北地震和海嘯—消費者和企業的行為都會出現根本上的轉變。面對當前的全球疫情危機，我們嘗試預測可能隨之而來的正面發展，尋找可望因而受惠的公司。

舉例來說，日本目前只有不足20%的僱員具備遠程工作的能力¹。我們認為這個比率必然會上升，繼而增加科技相關產品和服務的開支。隨著我們逐漸適應保持社交距離和實施旅遊限制的新標準後，電子商貿應用、數碼付款、遠程醫療、雲端服務、虛擬和網上娛樂，以及網上教育平台的應用加速發展，並預計將會持續。

面對前景不明，我們相信所持有的日本投資組合穩佔優勢。

我們奉行本質穩健的投資策略，投資組合內逾80%的公司都持有充裕的淨現金。在債務處於高水平的時期，我們認為這些公司可以提供合理的下行保障。

組合把大部份資金投資於只經營當地業務的公司，需求能見度較佳，包括藥房和售賣日常必須品的折扣食品零售商、以經常性收益模式營運的軟件和科技方案供應商，以及電子商貿和數碼付款網上平台。我們認為即使全球經濟衰退，這些公司都能繼續穩健發展。

至於海外業務比重較高的持倉方面，我們投資於具領先地位的亞洲消費公司、全球醫療設備製造商、工廠自動化流程公司及其他大型科技企業。這些都是優質公司，在所經營的獨特行業中擁有主要的市場份額，資產負債表亦相當穩健。

雖然受到短期不利因素的影響，我們仍然有信心投資組合持有的公司可以從逆境反彈，在危機後展現更強的實力。

增持高確信度的公司

由於預期經濟將顯著放緩，我們在今年年初評估投資組合的持倉，尋找仍然具備一定防守性的公司。我們把握波動市況重整投資組合，投資於高確信度的意念，並買入觀察名單上估值更趨合理的公司。

我們增持日本最大藥房經營商 Welcia，以及日本最大的保養、維修及營運（MRO）電子商貿平台 MonotaRO。這兩家公司都頗具防守性，而疫情刺激消費者對衛生和健康護理產品需求增加，亦惠及它們的業務。雖然銷售額短暫增長，但我們認為它們的長期投資理據（作為所屬行業的翹楚）保持不變。

Welcia 的業務模型取得成果，其表現開始拋離同業。Welcia 為消費者提供一站式方案，特別專注於配藥/藥房服務（市場規模龐大，總值7.5萬億日圓²）。不少藥房同業鑑於配藥業務的初始成本高昂而放棄這個市場，但 Welcia 願意作出前期投資，因此成為日本最大的藥房之一。

儘管以收益計算，Welcia 佔處方藥物市場的份額只有2%，但隨著消費者行為出現變化，加上更多人願意光顧家居附近的藥房，在近期開始惠及該公司的業務。

這股趨勢配合政府鼓勵民眾使用社區健康護理服務（而非醫院和診所）的政策，因此我們認為公司業務尚有增長空間。在總值6.5萬億日圓³的藥房市場中，處方藥物銷售額約佔7%，而 Welcia 已經穩佔其中31%。我們認為 Welcia 可以憑著穩健的品牌形象和成熟的配套基礎設施，繼續在這個整固的市場擴張。

我們相信 MonotaRO 未來仍有不少增長空間，可以繼續在分散的保養、維修及營運業爭取市場份額。電子商貿在整體商業對商業市場的滲透率為30%，反觀在保養、維修及營運業的滲透率只有10%⁴。我們認為這次疫情將加快轉型至網上購物的趨勢，特別是考慮到經濟規模和減少採購成本等優勢。MonotaRO 在商業對商業市場的地位強勁，亞馬遜（Amazon）所構成的競爭威脅未如原先預期嚴重。

¹ 資料來源：總務省：2018年通訊使用趨勢調查（公司版）

² 資料來源：厚生勞動省：2018年配藥開支趨勢

³ 資料來源：經濟產業省：商業動態統計速報，2020年3月

⁴ 資料來源：經濟產業省：2018年數碼主導的日本社會基建發展（電子商貿市場研究）



另外，我們亦增持日本最大企業資源規劃系統供應商OBIC，我們在過往的通訊中曾經深入分析這家公司。在當前的市場環境下，OBIC表現穩健，而在過往經濟逆轉時亦有穩定表現。過去22年的營運利潤持續增長，在全球金融危機和東北地震期間亦然。

帶來經常性收益的業務持續增長，雲端服務和就地支援服務佔銷售額的39%和營運利潤的48%。隨著更多員工在家辦公，我們預期雲端為本服務的規模將會擴大。

同樣，我們把握市況疲弱時增持Benefit One，該公司為企業客戶提供會員福利（例如旅遊管理和健康護理）。Benefit One的收入以經常性收益為主，過去五年的每年增長約為11%。

儘管短期遭到拋售，但我們認為Benefit One的長期投資理據仍然穩健，而該公司的業務可望在五年內進一步壯大。傳統上，日本企業和政府機構都會為員工提供內部福利服務，而Benefit One已成為主要的僱員增值服務外判供應商，協助僱主節省成本。除附帶福利外，該公司的行政總裁亦表示有意發展全新的平台業務，例如付款和健康護理服務。

此外，我們也增持日本最大網上付款處理公司GMO Payment Gateway。在社長相浦一成及副社長村松龍的帶領下，GMO Payment擁有一支積極能幹的管理團隊。村松龍是Card Call Service和Payment One的前行政總裁，該兩家公司於14年前合併組成GMO Payment。作為一家專注於中長期可持續增長的增長型公司，GMO Payment管理層致力在未來五年取得25%的利潤複合年增長。

不過，該公司面對的主要風險之一是當大型客戶的業務發展至一定規模時，它們可能轉為內部處理付款事務。這是導致GMO Payment的收入在2019年放緩的主因：樂天和Mercari等公司相繼把部份交由GMO提供的服務轉由內部部門負責。

然而，由於日本的電子商貿滲透率僅為零售額的7%⁵，因此GMO Payment尚有很大的增長空間。隨著推出電子商貿網站的網下零售商和消費品牌公司增加，我們相信GMO Payment可以憑著豐富的支付服務經驗和優秀往績，把握搶佔市場的優勢。

無現金支付交易興起，可望成為另一股推動GMO Payment業務的助力。日本的無現金支付滲透率處於18%⁵的相對偏低水平，不及南韓（95%）、英國（67%）和美國（44%）。近期推行的政策，例如商戶津貼和消費者獎勵計劃（在其他國家是主要的催化因素）可望加快轉型步伐。這將開啟規模較大的潛在市場，例如網下無現金支付（300萬億日圓）和政府稅務/公用事業市場（100萬億日圓）。

新持倉

作為「由下而上」的投資者，我們不會依賴指標或行業來建構投資組合。我們透過與公司管理層會面，然後對可能投資的公司進行詳盡的基本因素研究和分析，從而構思投資意念。近期市況波動，讓我們有機會買入觀察名單上的優質股票。雖然我們跟蹤這些股票已有一段時間，但其之前的估值水平過高。

基金新增的持倉包括Hoya：該公司是一家領先的鏡片及光學相關產品製造商。根據我們觀察該公司的表現，我們日益欣賞其「在細小領域內發揮巨大影響力」的企業理念，以及公司重點關注企業管治和股東回報。Hoya擁有穩健的利潤為本企業文化，往績一直良好，這在日本甚為罕見。

回顧過去十年，該公司的總股東回報佔收購後的自由現金流的78%（Hoya的政策是在扣除資本開支和收購預算後，把所有超額自由現金流回饋股東），佔淨收入比率則為73%。除此以外，Hoya擁有2,900億日圓淨現金（佔市值的9%）。董事會認為該比率過高，因此我們預期該公司將來可能回購股份。

Hoya的業務可以分為兩個主要領域：生命護理和資訊科技。在資訊科技方面，該公司專注開發應用於技術製造程序的玻璃相關產品，並已在個別物料的市場建立接近壟斷的地位，例如用於生產半導體的極紫外線（EUV）光罩基板，以及用於硬碟的玻璃基板。

由於市場上並無其他競爭對手，這些產品為Hoya帶來40%至50%的營運利潤率。隨著主要半導體生產商台積公司（TSMC）和三星開始轉為發展更先進和節點更小的晶片，我們認為Hoya的極紫外線產品的平均售價將會上升。展望未來數年，Hoya預期這兩種產品的產能將增加一倍。

另外，我們亦買入日本最大的醫療設備公司奧林巴斯（Olympus），其腸胃道內視鏡佔70%的全球市場份額⁶。雖然該公司擁有強勁的業務優勢，但我們過往關注其自滿輕率的企業文化和盈利能力欠佳的問題。不過，我們認為奧林巴斯正作出積極的轉變：該公司以外聘任的主管代替大部份高級管理團隊成員，此舉有助引進新觀點，並在必要時作出大規模改革。

行政管理團隊現時包括五名擔任總裁/總監職位的關鍵領導人員⁷，因此能夠精簡決策程序。與此同時，該公司重組核心醫療業務，由五個部門減至兩個，內視鏡方案由日本團隊管理，治療方案則由美國團隊管理。

重組之後，奧林巴斯的業務策略重新聚焦於腸胃道內視鏡市場的領導優勢。該公司正投資於腸胃道內視鏡整體滲透率偏低的中國，透

⁵ 資料來源：GMO Payment Gateway，2020年2月

⁶ 資料來源：奧林巴斯，2019年11月

⁷ 企業高層管理人員



過擴大培訓計劃來解決當時合資格醫生不足的問題（中國每100萬人口只有22名內視鏡師，遠低於日本的每100萬人口有250名內視鏡師的比例）⁸。中國政府致力普及內視鏡診斷技術，有助將之推廣至中級醫院，屆時奧林巴斯的產品需求可望大幅增長。

此外，奧林巴斯銳意控制成本，以提升利潤率和盈利能力。奧林巴斯的綜合利潤主要來自內視鏡方案，為公司帶來約29%的營運利潤率。然而，奧林巴斯的綜合營運利潤率只有9%，明顯遜於全球同業（美敦力、史賽克和強生的營運利潤率均高於20%）。

奧林巴斯的目標是在2023財政年度把營運利潤率提升至20%。我們將繼續監察該公司的改革進度，因為我們相信如果能夠成功執行轉型計劃，奧林巴斯將有顯著的增長潛力。雖然現在為時尚早，多項改革仍有待推行，但我們認為發展方向令人鼓舞。我們在市況疲弱時買入該股，目前持有相對小型的持倉。

我們沽售的持股及從中汲取的經驗

我們沽出Relo Group和BeNEXT，讓投資組合可以買入上述公司的股票。我們認為這兩家公司追求低質素的增長，收購海外業務攤薄盈利，亦導致管理層未能專注於主要本土業務。

Relo Group是一家領先的企業服務公司，提供出租房屋、全球搬遷服務和附帶福利等服務。我們起初由於Relo的經常性收入模型而買入其股票，因為能夠在經濟逆轉時帶來穩定的盈利增長和下行保障，正如全球金融危機期間的情況。

不過，隨著該公司有意擴展全球搬遷服務，我們開始質疑原先的投資理據，而Relo於2019年進行大規模海外收購，買入一家全球搬遷服務公司引起我們的注意。這宗收購的金額等於市盈率的139倍，代價相當昂貴，亦導致Relo的財務槓桿急增。與不少日本公司相同，Relo在收購海外業務時仍然擔當被動投資者的角色，其企業文化也缺乏全球視野，難以改革所收購的公司。

因此，我們自去年開始減持該股，改為看好Benefit One。隨著新冠肺炎疫情開始擴散，我們審視投資組合，考慮到經濟衰退對Relo全球搬遷業務的影響，加上在市場遭拋售期間能夠以低廉的價格買入質素更佳的公司，我們因此決定沽清Relo持股。

同樣，BeNEXT收購海外業務亦對盈利能力造成重大影響。日本工程業的勞動短缺問題日趨嚴重，我們起初認為BeNEXT可以因而受惠；該公司主要的業務是為日本企業派遣工程師（佔營運利潤的88%）。

事後回顧，我們應該在發現BeNEXT以收購海外業務作為長期目標時沽清持倉。相反，我們由於其相對估值偏低而繼續持有，儘管我們逐漸關注其業務質素。與Relo的情況一樣，新冠肺炎使BeNEXT海外業務（英國的日產汽車）和製造業僱員派遣業務的風險升溫，而兩者都容易受到宏觀因素的影響。

在多家工程業僱員派遣公司中，我們比較看好TechnoPro，因為該公司擁有長期思維（自行培訓工程師，讓他們掌握更先進的技術），而且資訊科技工程師的佔比較高（佔員工數目50%，高於BeNEXT的20%）；這個行業對工程師的需求一直穩健，增長迅速。

起初，Relo Group及BeNEXT的估值似乎低於同業，我們以為較低的估值可以帶來較高的「安全邊際」。不過，我們其後發現，估值看似便宜的公司未必有保本作用。

大部份投資者都以流於簡單的方式審視企業：增長型對比價值型。然而，其實所有投資者都應該追求價值，即是當市場價值低於內在價值時買入公司的股票。可是，以12個月盈利或賬面值計算的市盈率或市賬率估值較低，並不代表公司估值便宜，亦不反映它們較市盈率或市賬率偏高的公司具有更大的價值。這些比率數字的問題在於：它們不能顯示公司的長期利潤/現金流增長，也無法反映它們抵禦經濟衰退的能力。

我們從較全面的角度審視估值，並認為優質的公司應該享有溢價，特別是同時具備以下三項特質的公司：在穩健的業務優勢和管理團隊的支持下，擁有1) 高投資回報率；2) 強勁和可持續的增長；以及3) 高盈利透明度。

我們的投資組合持倉錄得37%的加權平均投資回報率，意味著這些公司的利潤較高，可用作再投資以帶動業務長期增長或回饋股東。再者，我們亦認為擁有高質素業務優勢或管理團隊的公司應該可以獲得較低的貼現率（資金成本），因為它們的盈利透明度較高。因此，在這次跌市中表現最佳的公司多是相對估值高於市場水平的公司，這正是我們日本投資組合的情況。

值得注意的是，在我們高度看好的公司中，部份持倉難以根據當前的業務來計算其價值數據。這些公司將隨著時間而改進，管理層亦會推出新業務來帶動盈利增長。舉例來說，M3最初為製藥公司提供市場推廣服務（把藥物資料電郵給醫生），但經過20年發展，該公司現時的服務包括委託研究、就業配對及醫療紀錄軟件，藥業市場推廣服務現時只佔M3綜合銷售的16%。

根據我們的投資策略，我們必須定期檢視合理的市場估值，但對我們的全面投資決策程序來說，投資團隊對一家公司的業務、管理和可持續增長的看好程度同樣重要。

表現回顧

為年初至今表現帶來最大貢獻的公司，正是那些我們在沽售潮期間買入的公司，包括：MonotaRO、GMO、Welcia、OBIC和M3。雖然它們跟隨大市遭拋售，但隨著投資者發現新冠肺炎不會造成顯著的不利影響後，這些股票因而回升。正如上文提及，在表現欠佳的公司中（BeNEXT、Fast Retailing、Recruit Holdings、SMS和Workman），我們沽出BeNEXT，但仍然長期持有其餘公司，並在市況疲弱時增持。

⁸ 資料來源：奧林巴斯，2019年11月



Workman 和 Fast Retailing (UNIQLO) 專門銷售優質和便宜的服裝。在過往的經濟衰退時期，它們深受知慳識儉的消費者歡迎，因此甚具防守性。不過，新冠肺炎期間消費意欲低迷，大部份商店停業，非必需消費品零售商首當其衝。儘管這些短期不利因素確實影響業績表現，但我們認為只屬暫時性質，亦無損長期投資理據。

鑑於 Workman Plus 的服裝價格便宜和具功能性，越來越受喜愛廉價產品的日本消費者歡迎，因此應有助建立品牌。Fast Retailing 的創辦人對業務充滿熱忱，對未來富有遠見；在其領導下，公司建立了穩健的品牌實力，本土和海外市場的增長前景亮麗，因此具備強勁的業務優勢。這兩家公司的投資回報率冠絕同業：Workman 為 34%，而 Fast Retailing 為 38%，反映兩者擁有強勁的可持續增長基礎。

雖然經營招聘相關的業務，Recruit Holdings 和 SMS 在過去經濟逆轉時期的表現一直較同業穩定。SMS 只招聘護士和護理人員，由於日本人口老化和護理業勞工短缺，對這些職位的需求持續旺盛，不受經濟週期的影響。

Recruit Holdings 不僅是一家招聘公司，也同時在日本經營多個網上媒體網站，其性質類似 Yelp (當地網上商業評論) 和 Expedia (網上旅行社)。市場推廣媒體業務佔息、稅、折舊及攤銷前利潤的 38%，而網上求職廣告和招聘佔另外的 38%，一般人事派遣業務約佔 24%。

受疫情影響，大部份求職面試需要延期或取消，因為公司無意舉行面談，又不願把面試程序完全轉為網上進行。此外，餐廳和旅遊業受到重創，Recruit 的業務亦受拖累。

不過，SMS 和 Recruit 都擁有領先的業務優勢，公司管理層也相當能幹。我們認為護理業的結構性勞工短缺問題，仍會惠及 SMS 的業務；Recruit 的輕資產模式、企業文化及在業界擁有領先市場份額，將支持未來的增長前景。新冠肺炎疫情加快各個行業的整合步伐，我們認為 SMS 和 Recruit 等實力強勁的公司將會進一步超越同業。

結語

面對經濟逆轉，我們不難理解為何市場充斥悲觀情緒。不過，「危機」一詞包含兩個意義相反的字——危險和機遇——意味著我們應該從另一角度審視現況。同樣道理，歷來著名的投資者都會把握經濟逆轉時的波動市況，最終取得可觀的回報。

根據觀察，我們發現兩類公司在這次疫情中 (至今為止) 表現穩健。第一類是已經建立主導業務優勢，在適者生存的環境中處於有利位置的公司。另一類是透過創新或協助其他企業採用經改良的業務流程，在所屬行業引領顛覆趨勢的公司。不論屬於哪個種類，卓越的管理層都是建立一家優秀公司的必備條件。

「最漆黑的夜晚匯聚最耀目的星星」；我們的分析結果提示我們，專注於擁有強勁業務優勢、財政實力和管理質素的優秀企業，最能帶來長期回報，亦最符合我們客戶的利益，特別是在經濟低迷的時期。我們將秉持理念，繼續投資於能夠在危機中發現和把握機遇的公司。

免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首域投資 (「首域」) 認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準的資料，首域並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。首域、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不构成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及/或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首域投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及/或收取。

本文對具體證券的提述 (如有) 僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首域投資 (香港) 有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首域投資及首域盈信資產管理是首域投資 (香港) 有限公司的商業名稱。首域盈信資產管理標誌乃為 MUFG (定義如下) 或其聯營公司之商標。

首域投資 (香港) 有限公司是 First Sentier Investors 投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團 (「MUFG」) 擁有。First Sentier Investors (包括不同司法管轄區內的多間公司) 在澳洲營運並以首域投資在其他地方營運。

MUFG 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。