

在日本市場發掘 可持續回報

2020年7月





首域日本股票策略集中投資擁有出色管理層團隊、行業龍頭地位和穩健財務狀況的優質企業。作為保守型的長線投資者，我們希望所投資的公司能帶來可觀的投資資本回報率和強勁的可持續增長，而且具備高盈利能見度。

我們的投資組合以需求能見度高的日本國內企業為主，包括藥房和售賣日常必需品的折扣零售商、以經常性收益模式營運的軟件和科技解決方案供應商，以及電子商貿和數碼付款網上平台。我們相信，即使全球經濟衰退，這些公司都能繼續穩健發展。

此外，我們還投資於具領導地位的亞洲消費公司、全球醫療設備製造商、工廠自動化公司和其他頂尖科技公司。雖然這些企業擁有不少海外業務，但都是優質公司，在所經營的小眾行業的市佔率佔支配地位，資產負債表亦相當穩健。

雖然坊間認為日本市場增長欠奉，不過，在面對經濟不利因素時，我們投資組合的核心持股往往能適應環境甚至壯大，帶來持續的盈利增長及吸引的股東回報。本文旨在解答投資者對日本股票的常見問題，並且重點介紹當地市場的可持續增長機遇。



企業增長並非取決於經濟增長

理論上，經濟高速增長有利於企業盈利和股價走向，反之亦然。因此，日本經濟疲弱和通縮便成為投資者對日本市場避之則吉的原因。然而，從數據所見，投資者的憂慮未必成立。儘管自90年代末的高峰以來，日本的名義本地生產總值增長只得4%，但企業在這段期間的盈利卻大增180%。

我們採用「由下而上」和研究主導的投資方針，發現日本市場隱藏著不少「滄海遺珠」，即使宏觀環境欠佳，這些企業仍有能力帶來強勁增長。到底原因何在呢？我們的研究顯示，在小眾市場佔支配地位的優質企業毋須依賴槓桿或宏觀經濟發展，亦能維持穩定和強勁的盈利增長，而這些企業的特點通常包括力求創新、顛覆傳統、發展海外市場和重視資本回報率。

我們採用「由下而上」和研究主導的投資方針，發現日本市場隱藏著不少「滄海遺珠」，即使宏觀環境欠佳，這些企業仍有能力帶來強勁增長。到底原因何在呢？

就算是逐漸走下坡的行業，也會有個別公司能夠突圍而出，為投資者帶來穩定的回報，其中一個例子便是日本最大傢俱品牌——專門傢俱零售商宜得利家居（Nitori）。日本國內消費疲弱，加上預期將出現通縮，或對所有專注於日本本土業務的零售商構成挑戰。幸好，宜得利家居持續改良產品設計和新店形式，從而發掘出全新的增長領域。

宜得利家居採用垂直整合業務模式，意味著公司能控制整個供應鏈，從東南亞採購產品，在日本開設大量本地分銷中心，並直接管理實體店鋪和電商業務。此業務模式令宜得利家居能以遠低於同業的售價售賣優質傢俱，同時提高毛利率。

宜得利家居的出色往績有目共睹，以任何標準來衡量，這間公司都非常成功。在過去20年，即使在日本傢俱和家居裝飾市場停滯不前下，宜得利家居的每股賬面值和股息仍然上升超過20倍，而銷售額和盈利更連增32年，為長線股東帶來豐厚回報。

另一間為投資者帶來強勁複合增長的日本企業是迅銷集團（Fast Retailing）。縱然日本經濟疲弱，但在過去20年，迅銷集團的盈利年均複合增長率仍達到超過20%。憑藉旗下主打實用和基本服飾的休閒品牌優衣庫（UNIQLO），迅銷集團將零售行業視為大敵的通縮轉化為利好因素。

迅銷集團售賣價格相宜的優質實用中性服裝，男女老幼都能找到合適的服飾。在採用簡單經典設計之餘，優衣庫亦持續革新產品組合，不斷改進。

迅銷集團的價值觀建基於創辦人兼總裁柳井正先生重視細節的信念，這反映日本社會認為，企業專注在細節上精益求精，再配合優秀的執行能力，假以時日便能發展出領先的競爭優勢。

正如宜得利家居創辦人兼主席似鳥昭雄曾說：「經濟發展絕對不應影響我們的增長預測」，這與我們認為世上沒有夕陽企業，只有夕陽行業的看法不謀而合。我們相信，在日本市場投資的成功關鍵，是在於找到「滄海遺珠」，而不是單純地投資於指數。鑑於有關日本市場的研究極度不足，我們認為，這是採取「由下而上」策略的主動型投資者賺取超額回報的黃金機會。

世上沒有夕陽企業，只有夕陽行業。我們相信，在日本市場投資的成功關鍵，是在於找到「滄海遺珠」，而不是單純地投資於指數。



小眾行業或為行業龍頭提供有利的競爭格局

雖然可觀的盈利和強勁的銷售額增長往往是吸引不少人創業的原因，但根據我們在日本進行的研究和與公司管理團隊的交流，我們發現年輕一代傾向在大企業找一份穩定工作，多於冒險創業。日本經濟增長遲緩，或導致當地社會較以往更保守和重視穩定。

另外，日本的創業投資市場規模較小（相當於中國的不足1%），對發展未成熟的初創公司支援亦不足，因此，初創公司必須迅速發展出具備盈利能力的業務模式，以產生現金流和維持增長水平。由於外界不會無條件投資這些公司，故此初創公司亦不願以「燒錢」的方式奪取市佔。

創業精神欠奉（尤其是市場規模較小的行業，這亦導致潛在回報較低），再加上私人資本市場發展落後，意味小眾行業通常由一至兩間企業主導，而由於領先的公司不會遇到勁敵，因此往往能夠維持在市場上的地位。換言之，這些公司可望持續為投資者帶來豐厚回報。

在我們的日本投資組合中，Benefit One和S-Pool等公司均受惠於上述的競爭環境，我們將其視為浩瀚大海中的唯一漁夫。Benefit One是日本最大的企業福利服務供應商，業務可以輕易擴張，而且可獲得經常性收益。該公司的競爭對手寥寥可數，而且投資資本回報率高達70%。

雖然一般只有大型企業會為長期僱員提供員工福利，但我們預期，中小企（佔日本就業市場的70%）將會逐漸跟隨，令Benefit One的潛在市場規模得以擴大。透過結合商務旅遊管理、醫療保健計劃和核心附帶福利服務，公司致力成為「一站式」解決方案供應商，提高在客戶心目中的價值。

在過去15年，Benefit One的經營溢利增長10倍。我們相信，隨著公司改善資訊科技系統、將服務數碼化、拓展業務，並提高利潤率和盈利能力，其經營溢利增長將進一步加速。作為輕資產企業，Benefit One毋須太多資金便能推動增長。同時，公司的龐大經營規模和「網絡效應」亦形成了自然的進入門檻。

另一間符合上述特徵的企業是S-Pool，該公司從事特殊需要人士招聘服務。S-Pool的名稱代表解決方案、系統、員工、社會和共享，反映了公司的核心理念和企業哲學。公司會向客戶出租農地和負責管理，讓他們所聘用的殘疾僱員可以種植蔬菜。除了業務的慈善性質外，由於行業進入門檻較高，加上屬於競爭者較少的小眾市場，故此公司的投資資本回報率達到39%的穩健水平。

日本法例規定，大部分企業殘疾員工佔員工總數的比例必須達到2.2%。不過，企業在遵守該項規定時困難重重。例如，適合身體殘疾者的工作崗位多於精神殘障者，而當中約有35%的身體殘疾者已是在職人士，因此市場上的求職者不多。另一方面，只有6%有學習障礙或精神殘疾的人士成功就業，惟適合他們的工作崗位有限，有多達一半人在入職首年便離職。

結果，在90,000間受《殘疾人士就業促進法》規管的日企中，違規比例約達50%。可幸的是，憑藉在特殊需要人士招聘行業的悠久往績，S-Pool成為了此小眾市場的領導者。公司的獨特農耕模式建基於多年來累積的經驗，能有效激勵僱員士氣，將留職率維持在93%的極高水平。此外，約有30%的企業成為S-Pool的「回頭客」，足以證明他們相當滿意公司的服務。

就像從事員工福利業務的Benefit One一樣，S-Pool的特殊需要人士招聘服務未有面對重大競爭威脅。公司的業務需求穩定，當地政府和藍籌公司均受惠於其專業知識。從S-Pool的例子可見，創造社會效益和推動社會進步的企業不一定要靠補貼才能生存。倘若具備良好的執行能力，這些公司甚至可以贏得投資者的青睞。



別樹一幟的業務模式——「日本獨有」

到過日本的人大多會同意，這個獨特的國家與眾不同。至於未曾到訪過日本的人，也許會對其獨有的文化和傳統感到新奇，甚至難以理解。從投資角度來看，日本的投資機遇有別於其他股票市場，這塊神秘的面紗可能會對投資者構成重大挑戰。

我們相信，在研究和分析日本企業的過程中，深入了解當地市場、文化和社會尤為重要，特別是在缺乏可作直接比較的西方企業時。有見及此，我們的團隊會花大部分時間拜訪企業，並前往投資對象所在的國家進行研究（雖然新型肺炎疫情令我們需暫時改為舉行「視像會議」）。我們發現，日本市場存在著一些當地獨有的企業。

我們相信，在研究和分析日本企業的過程中，深入了解當地市場、文化和社會尤為重要。

以全球數一數二的網上醫療相關服務公司M3為例，在大約20年前，M3推出了藥物市場推廣服務（即以電郵向醫生發送藥物的資料），並在其後進軍委託研究、就業配對及醫療紀錄軟件領域。現時，並無西方公司像M3一樣提供類似的服務。

M3的成功主要歸功於其龐大的醫生客戶基礎，公司在全球坐擁約400萬名訂閱用戶，有助公司推動醫藥產品銷售過程轉型。

日本藥廠每年都將大部分營銷預算用於銷售代表和相關佣金上，但網上營銷的預算佔比僅得2%。另一方面，醫生從M3等網上數據來源收集資料的時間卻是與藥廠代表交流的兩倍。我們相信，這反映M3的市場潛力巨大。

透過M3的服務，醫生能夠輕鬆獲得可靠和值得信賴的資訊，並可將省下的時間花在照顧患者和其他更有意義的工作上。另外，M3的醫學平台還提供「績效與費用掛鉤」(pay-for-performance)的服務，方便藥廠向醫生直接推銷產品，從而減低聘用傳統藥廠代表的成本。

市場並沒有可與M3直接比較的企業，令理解有關市場和長期增長機會成為挑戰。我們也是在與管理層和不同的團隊成員舉行多次會議，並以全新角度認識公司後，才開始發現其巨大潛力，最終決定買入其股票。

另一間日本獨有的企業是Katitas，公司收購舊單位或被拍賣的物業，再於裝修後以通常低於全新物業五成的合理價格出售予新業主或首次置業人士。在第二次世界大戰後，為了應付人口激增，日本迅速興建低成本房屋，而這類舊式物業的預期壽命通常不會超過30年。隨著時間流逝，不少該類房屋的價值下滑，至於丟空的物業亦往往缺乏人打理，業主甚至置之不顧。

目前，日本共有超過840萬間空置房屋，「空屋」的比例達到七分之一，而且這數字在過去50年更穩步上升。在日語中，Katitas的意思是「增值」。這間企業在以往無人問津的領域開闢出全新市場，並制定了清晰的價值定位，不單提供價格相宜的優質房屋，更為振興和重建日本當地社區出一份力。

Katitas成立至今逾20年，在低價收購和以合理成本翻新合適的物業方面累積了多年經驗。有鑑於此，我們相信該公司在此小眾市場佔據著有利的地位，同時亦沒有強大的競爭者。儘管Katitas規模相對較小，市值僅得19億美元，但我們估計，假以時日，其市值將大幅增長。



分析日本市場不能只流於形式

首域盈信資產管理旨在買入具備管理、財務和業務實力的優質企業，我們在所有市場亦採取同樣的投資方針。重點是，日式管理哲學與西方管理風格截然不同，投資者慣常留意的多項關鍵「質素」指標未必能套用到日本企業上。

舉例而言，世界各地的投資者大多會希望管理層的財務目標與少數股東一致，這一般有助確保管理層的行事方式符合股東的最佳利益，並透過妥善的資本配置和策略性決定，盡可能提高長期股東的回報。

然而，部分頂尖的日本企業不會將股東回報放在首位，而是優先考慮持份者的利益，並且認為相關安排有助改善財務表現。在日本市場中，不少優秀的管理者和領袖均會追求更遠大的目標，而非單純的財務回報。

迅銷集團的中國業務行政總裁潘寧就是典型的例子。潘先生從零開始建立集團的中國市場，然而，即使大中華地區成為集團在日本以外的最大增長動力，他亦沒有收取任何股票薪酬，在公司的持股亦不多。

雖然優衣庫奉行持份者為先的策略，但仍能長期佔據中國服裝品牌的冠軍寶座，而且盈利能力仍然極高。公司的管理層並未以盡量擴大盈利為目標，而是嘗試平衡各方利益，透過低價出售產品，與消費者和供應商共享盈利。

我們曾經與迅銷集團和優衣庫的管理層討論，試圖了解他們怎樣在避開營運風險和不違反人權的情況下，以如此具競爭力的價格生產優質服裝。公司回應指，優衣庫在中國約有500間工廠供應商，相比之下，公司推出的產品只有約200至300款，故此可以提高生產效率和減低非必要成本。

優衣庫的每名供應商都需要通過嚴格的評估流程，一旦通過審核，公司便會將他們視為「家庭成員」，不會擠壓他們的利潤。過往，優衣庫曾經聘請第三方機構就供應商的品質評分，其後有關工作改由內部的專業紡織團隊負責。團隊成員會每週拜訪供應商，監察他們是否符合要求和品質標準。

另一間乍看之下不算吸引人的企業是基恩斯（Keyence Corp），其作風保守，現金和政府債券佔資產負債表約85%，但派息比率僅得18.4%。由於資本配置效率較低，加上公司傾向囤積現金，因此在投資者眼中，這間公司不太重視股東回報。

基恩斯是自動化行業的中堅分子，旗下的產品包括感應器、雷射刻印機和機器視覺系統。儘管公司的投資指標評分「低」，卻能為投資者帶來理想的資本增長。公司不單可以產生穩定的自由現金流和高投資資本回報率，每名僱員的銷售和純利更冠絕全行。

基恩斯的盈利指標出眾、長期回報穩定，主要出於幾個原因。首先，公司採取無廠生產方式，未有設立自家廠房，並將資源集中投放在研發、銷售及市場營銷上。在低固定成本的架構下，基恩斯的投資資本回報率甚高，盈利在經濟不景時仍能維持穩健，長遠競爭力亦獲提升。

第二，與分銷商銷售模式相比，基恩斯的直接銷售模式較能形成良性的客戶反饋循環，讓公司受惠。基恩斯的銷售顧問兼具實力和技術知識，甚至能在客戶提出要求前便設計出符合他們需要的產品。在強大的產品設計創新能力帶動下，公司的毛利率高達超過80%。

基恩斯的資金管理策略限制了股東回報總額，不過，在過去30年，其複合年均增長率依然高達13%，相當於每股賬面值和股息再投資的總和。此外，在2018財年至2020財年期間，基恩斯的派息比率亦由5.8%升至18.4%。就算比率仍然偏低，但亦反映出公司有顧及少數股東的權益，情況令人鼓舞。



人口老化無阻增長

眾所周知，日本是全球65歲及以上人口比例最高的國家之一。在2019年，聯合國公佈的一份報告預測，到了2050年，日本65歲以上長者佔整體人口的比例將由28%增加至38%¹，這將對勞動力和生產力、醫療保健資源和開支，以及儲蓄和投資產生廣泛影響。

日本人口結構的「計時炸彈」存在已久，政府和私人企業有足夠時間作好規劃，應付未來工人減少和退休人士增加的情況。除了日本，世界各地亦同樣面對人口老化的相關挑戰，往後日本的經驗或許可以作為其他國家的參考。

在其他因素不變的情況下，人口老化或損害經濟增長和社會生產力。然而，解決有關問題的行業可望為投資者帶來可持續回報。在人口老化的趨勢下，企業紛紛利用機器將流程自動化，取代需要大量人手的工作，自動化和科技公司顯然將成為大贏家。

事實上，日本企業生產的工業機械人和電腦控制系統佔全球超過五成，是自動化行業的龍頭。基恩斯和SMC Corp等公司一直是行業的領導者，盈利能力和投資資本回報率超卓，財務狀況亦相當健康。在過去10年，兩間企業的總回報年均複合增長率分別達到23%和15%。

另一間透過應對人口老化問題賺取可觀和可持續投資回報的日企是Nihon M&A Center，其為協助第三方企業收購中小型公司的企業融資專門中介機構。

過往，中小企東主通常會在臨近退休時將企業交由家庭成員或親屬承繼。然而，隨著更多年輕一輩選擇投身其他行業，不少中小企會物色第三方來掌舵，故此對Nihon M&A等專業顧問的需求開始上升。

根據Nihon M&A的資料，中小企併購行業擁有巨大的潛在市場。現在，日本約有600,000間中小企（不包括僱員人數少於10名的微型企業），當中約30%具備盈利能力，65%未有繼承人。換言之，有意在日後退休時出售業務的企業東主可能多達120,000名。

Nihon M&A是這個小眾領域絕對的王者，按成交量計算的預測市佔率達到19%，領先M&A Capital Partners、Strike和Yamada Consulting的6%、5%和2%。其餘的68%市場則由處理較小型交易的多間未上市企業瓜分，意味客戶並無與四大上市併購中介機構重疊。

鑑於投行不會參與規模較小的中小企併購，而且日本的證券行和大型銀行亦認為，將交易轉介予Nihon M&A等專家顧問的成本效益稍勝一籌，因此，Nihon M&A在此領域並未遇上太多競爭對手。過去10年，公司的銷售複合增長率介乎20%至25%。

考慮到中小企東主傾向選擇會重視他們傳統和僱員的買家，而非單純以價高者得的形式出售業務，我們看好中小企併購市場對抗經濟逆境的能力，並預期Nihon M&A所服務的市場會繼續穩定發展。

¹ 聯合國2019年世界人口展望



日股與日圓疲弱之間的迷思

外國資金投資日本股票，往往與日圓匯率變動息息相關。一般來說，環球投資者會在日圓疲弱時買入日本股票，並在日圓強勢時沽貨。資金流向背後的邏輯，是假設貨幣偏軟會刺激出口和海外利潤上升，因此日圓受壓理論上有利日企表現。

問題是，在日本的整體國內生產總值中，出口只佔16%，相比之下，中國和韓國分別為22%和46%。另一方面，個人消費卻佔日本國內生產總值的60%，可見全球投資者過分誇大了企業利潤和匯率之間的關係。

除此以外，歷史數據顯示，在最少六個盈利週期中，企業利潤向好與日圓升值相關，反觀日圓貶值則無助推動企業利潤。自1997年（日本國生產總值見頂）以來，日圓兌美元累計升值16%，同期的日本企業利潤增長高達180%，原因是日圓走強的關鍵在於日本的貿易差額，而非資金流動。

話雖如此，日圓的「避險貨幣」地位可能會導致日本股市動盪加劇。在爆發國際危機，或對全球構成負面影響的事件出現時，投資者往往會買入日圓，因而推高日圓。隨著日圓轉強，作為日本股市大多數的外國投資者會沽出日股，意味日本股票市場的表現受地緣政治事件影響多於相關基本因素。

從長線來看，與日圓匯率變動相比，企業的基本因素和長遠持續增長動力對企業利潤更為重要。

從長線來看，與日圓匯率變動相比，企業的基本因素和長遠持續增長動力對企業利潤更為重要。另一方面，長線投資者可以利用市場價格和企業基本因素不時脫鉤的良機，以較合理的估值吸納優質企業。



日本市場在亞太區投資組合中扮演甚麼角色？

我們認為對日本股票採取以研究主導和「由下而上」的投資方針，長遠可帶來理想和可持續的回報。透過分散投資，買入優質的日本企業，亞太市場的投資者能夠完善現有的持股組合和促進價值增長。

有別於其他亞太地區，日本的機器視覺、工業機械人、半導體生產設備、電子組件和醫療設備企業具備雄厚實力和環球競爭力。這些企業的市佔率佔支配地位，並且得到長遠增長動力支撐。

例如，鏡片和相關光學產品製造商龍頭Hoya便近乎壟斷了物料市場，包括生產半導體所用的極紫外光（EUV）光罩基板和硬碟（HDD）中的玻璃基板。同樣，Lasertec亦稱霸全球光罩基板和光罩檢測設備行業，市佔率介乎80%至100%。

其他例子包括基恩斯（全球最大視覺感應器和機器視覺系統供應商）、索尼公司（Sony Corp，遊戲主機和影像感應器市佔率分別達到40%和50%的頂尖綜合企業集團）、奧林巴斯（Olympus，日本最大的醫療設備企業，腸胃內窺鏡產品的全球市佔率達到70%）和村田製作所（Murata Manufacturing，全球最大的多層陶瓷電容生產商）。

另外，多間日本企業已拓展至海外市場，以發掘增長機會。當中，不少企業進軍亞太區，並特別瞄準中國市場。憑藉創新產品和高品質標準，日本消費企業龍頭享有強大的品牌知名度，並且能持續提高市佔率。

亞太區佔全球人口的60%，加上收入水平上升，我們認為此地區將繼續成為日本企業消費需求的重要來源。多年來，母嬰產品企業貝親（Pigeon）、女性衛生產品和成人紙尿片企業嬌聯（Unicharm），以及護膚和化妝品企業資生堂（Shiseido）均成功建立強大的消費品業務，並促進股東價值大幅增長。

日本的多間優質企業亦受惠於本地市場的長遠發展推動力。以專注日本本土市場的宜得利家居和Workman為例，我們估計兩者將繼續迎來穩定需求，在全球經濟不景期間產品組合表現仍相對具防守性。至於採取日本獨有經營模式的其他企業，在缺乏重大競爭下，實現高增長和股東回報不成問題。

事實上，日企的盈利增長有望媲美其他亞洲地區企業，並可為有權選擇偏離一般配置的亞太區投資組合帶來超額回報。儘管大眾對日本股票市場抱有眾多迷思和誤解，但我們相信，以研究主導的長線投資方針有助發掘當地市場的隱藏機遇，這些企業的規模在三至五年間將顯著擴大，有利客戶的投資組合。

資料來源：公司資料、首域盈信資產管理（截至2020年6月30日）

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確的資料，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，且不構成投資建議。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。於新加坡，此文件則由首域投資(新加坡) 發行(公司註冊號碼: 196900420D)。此廣告或出版物並未經新加坡金融管理局審閱。

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。首域投資(註冊編號53236800B)及首域盈信資產管理(註冊編號53314080C)是首域投資(新加坡)的商業部門。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)有限公司及首域投資(新加坡) 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。