

客戶通訊

日本股票： 拜訪企業後重燃信心

2023 年 5 月

「出於我永遠無法理解的原因，人們都喜歡聽到世界末日的消息。」

歷史學家麥克洛斯基 (Deirdre McCloskey)

過去 12 個月，全球投資者擔心長期通脹展望下的「模式改變」，而且憂慮疫情樂觀情緒逆轉後，科技企業遭到大量沽售。傳媒報導圍繞著令人不安的字眼，例如「銀行業危機」、「停滯性通貨膨脹」及「高利率維持較長時間」等。消極的市場氣氛有利報紙銷量，也是上述新聞吸引讀者的原因。

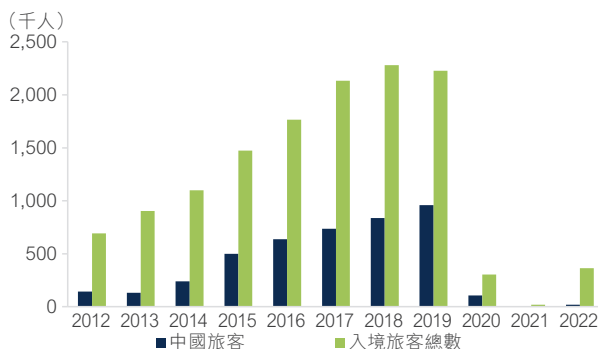
然而，在上次到訪日本時，我們與十多間企業見面，並對他們的業務前景及競爭優勢重拾信心。我們特別留意到，當地消費需求反彈、數碼轉型的長期趨勢及企業持續適應全球經濟放緩。

疫後反彈初現，利好消費類公司

在不到 12 個月前，我們還可以於京都的熱門遊客區嵐山隨意拍照，而毋須擔心被路人破壞構圖。現在，大部分酒店均已爆滿，房價亦達到破紀錄的高位。

隨著 2022 年 10 月日本重新開放邊境，國內消費開始加快反彈，而且尚有巨大的上升空間。根據日本國家旅遊局的資料，現時的外國遊客數目僅回復至 2019 年水平的 66%。以往，中國遊客是入境遊客消費的最大增長源頭，惟目前該類遊客的人數仍較疫情前減少 89%。

日本的入境旅客



資料來源：日本觀光廳 (截至 2023 年 4 月)

於 3 月中，日本政府解除口罩令，並計劃於 5 月起將新冠肺炎降級為「一般傳染病」。當局放寬政策應會有利受到嚴重影響的消費相關行業，例如藥房、化妝品品牌及連鎖餐廳營運商。

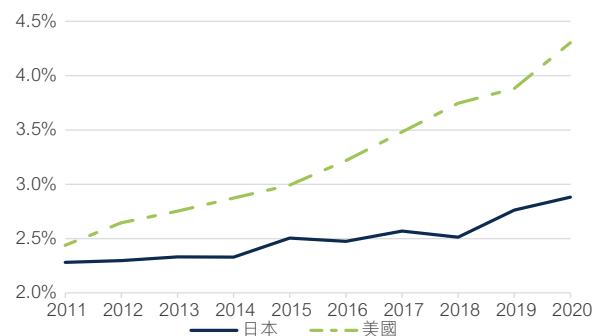
日本首屈一指的化妝品企業資生堂是邊境重開的潛在受惠者之一。以往，該公司於中國開設的門店及到訪日本的中國遊客合共佔收益的超過 30%。於疫情期間，資生堂出售於歐美產生虧損的品牌及低利潤率的業務（例如個人護理業務），藉此精簡品牌組合。我們認為，該公司將能提升實力，並賺取高於疫情前的利潤率。

另一個例子是 Food & Life Companies，其以壽司郎品牌經營最大的迴轉壽司連鎖餐廳。去年，該公司的廣告構成誤導，觸發公關危機，但其同店銷售增長已逐漸恢復。不久前，公司的行政總裁亦滿有信心地表示，在大中華業務迅速擴張的推動下，海外業務發展將會超越中期計劃。換言之，在 2022 財年至 2024 財年期間，公司的海外收益增長率將超過 130%。儘管中國的經營成本較低，當地的產品售價較日本市場高出最少 70%。正因如此，預期公司擴大海外業務規模後，利潤增長將會跑贏收益。

數碼轉型繼續提供重大動力

我們與多間日本巨企最近的會議顯示，數碼轉型的結構性趨勢依舊存在。數碼轉型涉及利用數碼技術改變業務流程及客戶體驗，以配合不斷變化的業務需要。過去這十年來，日本的資訊及通訊技術開支佔國內生產總值比例僅輕微上升，並大幅落後美國。

資訊及通訊技術開支佔國內生產總值比例 (%)



資料來源：日本總務省 (截至 2020 年)

過去日本企業將資訊科技開支視為維修成本的一部分，並只對後勤系統作出投資。不過，隨著他們的數碼轉型意識提高，投資步伐應會加快，有關開支將於未來 5 至 10 年成為日本最大的長期推動力之一。根據國際數據公司¹的資料，日本顧問市場 2022 年至 2026 年的預期年均複合增長率達到 8.8%，資訊科技服務行業的年均複合增長率可達 3.4%。相比之下，數碼轉型相關服務市場預計增長將更迅速，其 2020 年至 2025 年的預期年均複合增長率達 30.1%。

數碼轉型的第一階段是升級企業的資訊科技系統，以改善僱員的生產力。2022 年的一份政府調查²指出，高達 63% 的企業仍然使用依賴修補程式的傳統系統。該類系統已經使用超過 10 至 20 年，而且是以年輕工程師不熟悉的舊式語言編寫，因此不利於管理及業務營運。至於數碼轉型的第二階段，是企業改變業務模式，從而於數碼平台上經營業務。長遠而言，我們相信數碼轉型不單有利資訊科技服務及軟件企業，更可支持顧問及項目管理服務供應商的發展。

即使美國加息及全球經濟放緩，我們約見的大部分藍籌企業均致力作出長線投資。從我們投資組合持股的最新財務業績中，我們可以看到企業採取的方針。舉例來說，資訊科技服務商 Baycurrent Consulting 及 Shift 的最新業績便顯示，兩間公司的收益及利潤增長分別超過 30% 及 50%。此外，日本軟件即服務供應商龍頭 Rakus 的按年增長率亦持續超過 30%，其知名度亦高。在我們與 GMO Payment Gateway 行政總裁的上次會議中，他也深信公司能提前一年達成中期計劃，並將每年利潤增長率維持於 25%。

於 2022 年初，市場轉投價值投資後，優質增長型企業的評級下降，但我們認為這並不合理，原因是該類企業的盈利能見度高、增長空間可觀、利潤率不俗及股本回報率理想。在我們眼中，宏觀情緒觸發的進一步股價調整只會增加有關企業的吸引力。

全球疲弱對需求來自日本以外的企業構成短期不利因素

縱使全球經濟放慢，日本的國內經濟卻相當堅挺。投資者經常將日本看錯成容易受到週期性因素影響的出口型市場；然而，日本的本土消費佔國內生產總值的 80%，故此該國能夠抵禦外圍宏觀不利因素。

話雖如此，我們約見了多間擁有大量海外業務的日本公司，他們均表示擔心西方經濟體收緊貨幣政策，可能導致需求放慢及造成利潤壓力。

至於招聘行業，我們的主要持倉包括頂尖人力資源及推廣媒體公司瑞可利控股 (Recruit Holdings)，其擁有位於美國的全球最大的職位搜尋引擎 Indeed。現在看來，在 2021 年底美國的招聘需求處於高峰時，我們應該更果斷地減持公司，可惜當時我們低估了疫情對就業市場的影響。

不過，作為長期投資者，我們認為瑞可利控股 (Recruit Holdings) 是一間優質的企業。該公司的企業文化舉世知名，可為均衡的現金牛及高增長業務組合提供支持。目前公司的市盈率為 20 倍，接近歷史低位。另外，公司的國內媒體解決方案業務 (佔總收益的 22%) 盈利能力尚未恢復，

除息稅折舊及攤銷前盈利率為 14%，低於疫情前的 24%。最近，公司旗下的 Indeed 管理層更宣佈將會裁減 15% 的員工，以便節省成本。

瑞可利控股 (Recruit Holdings) 擁有均衡的品牌組合

| | | | |
|--------------|------|--------------------|-----------------------------------------|
| 推廣媒體 | 人生階段 | 住屋及房地產、婚禮、汽車、教育、其他 | Suumo, 住友, 住友信託, 住友進字 |
| | 時尚生活 | 旅遊、餐飲、美容、其他 | Hot Pepper, Beauty |
| | 其他 | (海外) | Quandoo, treatwell, MOVOTO |
| 人力資源 媒體科技 | 國內招聘 | 招聘廣告、人力資源職位安排 | リクルー, リクルーNEXT, RECRUIT AGENT, townWORK |
| | 海外招聘 | 招聘廣告 | indeed, glassdoor |
| | 其他 | 物色行政人員、人力資源培訓 | IRGF, RECRUIT ソフトウェアソリューションズ |

資料來源：首域盈信資產管理 (2023 年 4 月)

增長可能較通脹構成更大問題

早前，Indeed 的行政總裁 Chris Hyams 表示，他擔心職位空缺數目可能跌至疫情前或更低水平。我們認為美國就業市場即將陷入疲軟，將使通脹及薪酬增長放緩，並不符合通脹「居高不下」的普遍看法。

在我們眼中，經濟好像正要回到疫情前一樣。貨品需求減少，供應鏈瓶頸消失。全球製造商的產能增加，而且有望進一步上升，可能導致不少領域供應過剩。

近期，我們於日本便觀察到上述情況。國內消費及零售企業的原材料價格見頂，預期神戶物產 (Kobe Bussan) 及味之素 (Ajinomoto) 於本年度稍後的毛利率將會增加。現時看來，去年 11 月似乎已是日圓最疲軟的時期。

與此同時，其他主要國家的通脹亦可能放緩。瑞可利 (Recruit) 的行政總裁指出，美國就業市場的薪酬增長及服務通脹應會恢復正常。我們預期，投資者很快便會擔心增長多於通脹。畢竟，疫情未有改變全球結構性增長放慢及通縮的成因，例如人口老化、金融化及科技持續發展。

有見及此，我們將會繼續投資於我們一直傾向買入的企業類型，包括資產負債狀況穩健、具備現金流產生能力及定價能力，而且可透過創新、地區擴展及行業整合推動增長的企業。

¹ 資料來源：<https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prJPJ49649322> 及 <https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prJPJ49137922>

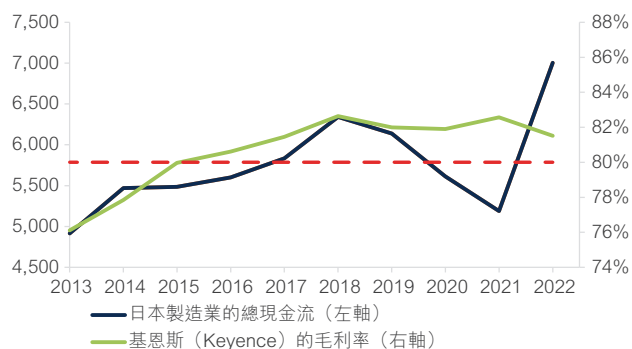
² 資料來源：https://juas.or.jp/library/research_rpt/it_trend/

我們於半導體行業的主要持股 Lasertec 便是一個好例子。該公司是光罩基板及光罩檢測系統的全球霸主，旗下產品用於半導體生產流程。Lasertec 的超過 80% 訂單來自極紫外光微影（EUV）技術市場，由於公司幾乎壟斷有關領域，其抗跌能力冠絕業界。Lasertec 也擁有較高的銷售能見度，於 2023 年 6 月的估計積壓訂單量已相當於未來兩年的收益，而且公司可以提高最新產品的平均售價。Lasertec 還展示出優質企業的特質，例如壟斷全球市場的地位、出色的已動用資本回報率及於行業下行週期中維持盈利能見度，為我們一眾長期股東帶來信心。

其他基本面穩健的主要持股包括基恩斯（Keyence）及 Hoya。作為規模最大的全球視覺感應器及機器視覺供應商，基恩斯（Keyence）的實力通過不同週期階段的考驗。去年，公司管理層更宣佈會參考投資者的意見，將每股股息提高 50%。

基恩斯（Keyence）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，因此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，公司的投入資本回報率甚高，盈利在經濟不景時仍能維持穩健。第二，與分銷商銷售模式相比，公司的直接銷售模式較能形成良性的客戶反饋循環，有助快速進行產品設計創新，使公司受惠。

基恩斯（Keyence）於不同週期中維持穩定的利潤率



資料來源：公司資料、日本統計局（截至 2023 年 4 月）

另一方面，Hoya 是數一數二的鏡片及相關光學產品製造商。在行業發展放緩期間，該公司削減「所有想像得到的成本」，可見成本控制能力驚人。於當前的艱難環境下，公司亦成功維持較高的經營利潤率。Hoya 的企業文化相當重視利潤，而且長期往績穩定。鑑於公司已經近乎壟斷個別物料市場，例如生產半導體所用的極紫外光光罩基板和硬碟（HDD）中的玻璃基板，其應可受惠於資訊科技行業的長期增長趨勢。由於有關產品上的競爭極少，因此公司能產生介乎 40% 至 50% 的經營利潤率。

雖然 Lasertec、基恩斯（Keyence）及 Hoya 的估值高於市場及同業，這三間公司卻擁有強大的管理層、穩健的業務模式及創新的文化，故此已動用資本回報率及增長明顯較高。該類優質公司正是我們願意長期投資的對象。

與此相反，過去 12 個月日本的銀行表現強勁，但我們卻未有打算追貨入市。日本社會的銀行數目仍然過多，當地貸款

需求疲弱，淨息差極低，因此我們相信有其他更好的投資機遇。即使日本銀行的新任行長植田和男停止現有的收益率曲線控制政策及負利率政策，但對日本各大銀行的盈利影響有限。整體而言，我們預期日本將延續寬鬆貨幣政策，通脹可望維持溫和。

投資組合最新情況

自 2022 年 6 月底的上期客戶通訊後至今年 3 月，首域盈信日本股票策略表現最好的企業包括 Baycurrent Consulting、基恩斯（Keyence）及 Lasertec。去年，市場情緒迴轉，投資者從增長股轉投價值股，並擔心全球經濟衰退，Baycurrent 出現拋售潮，驅使我們買入該公司。儘管全球宏觀前景欠明朗，我們看好 Baycurrent 的增長及盈利抗跌能力。其後，該公司的財務業績強勁，達到我們的預期。在日本企業積極投資數碼轉型的推動下，公司錄得超過 30% 的收益增長，為我們帶來豐厚的回報。這六個月來，基恩斯（Keyence）及 Lasertec 亦錄得較同業穩定及強勁的增長，帶動股價反彈。

至於表現最差的企業則包括 MonotaRO（從事工業材料供應業務）、奧林巴斯（Olympus，日本最大的醫療設備企業）及 Nihon M&A Center（頂尖的併購中介公司，專注於為日本中小企提供服務）。由於國內製造商對未來的信心轉弱，企業需求減少，MonotaRO 的收益增長遜於預期，拖累股價表現。奧林巴斯（Olympus）的股價同樣回落，原因是市場擔心日圓強勢，而公司表現易受貨幣波動影響，加上投資者憂慮即將來臨的衰退，可能影響美國醫院預算。Nihon M&A Center 的股價繼續調整，該公司於 2021 年 12 月揭發會計不當行為後展開改革，使得收益增長減少。

在 Nihon M&A Center 的股價下滑時，我們增持了公司的股票。縱然公司犯錯造成的財務影響不算重大，而且他們積極採取措施解決問題，不過作為股東，我們對此感到失望。因應有關事件，我們與公司的行政總裁開會溝通，並致函提出有關企業管治的建議。Nihon M&A Center 的管理層在聽取我們的意見後，主動採取了一系列應對措施。他們相信，該次事件導致最近盈利放緩，有助他們反思業務流程及增長策略的不足。我們期望公司可以改革管理層激勵措施、使用更多數碼工具提高生產力，同時減少內部的非必要開支，藉此提升實力。

在新買入的企業方面，我們趁估值變得吸引的機會，投資了多間曾經擁有或名列觀察名單的公司。舉例來說，我們買入了日本最大的醫療技術企業泰爾茂（Terumo），其心血管產品業務遍佈全球。該公司的增長表現穩定，並與 CSL 就血漿收集系統展開新的業務合作，此舉應能形成具備盈利能力的長期收益來源。在疫情期間，手術量減少，加上原材料成本及物流成本高企，多項短期因素令泰爾茂（Terumo）的股價大幅調整。

我們買入的另一間新企業是野村綜合研究所（Nomura Research Institute, NRI）。受到市場情緒迴轉及投資者擔心海外業務的影響，公司股價下滑，我們認為這正好給我們提供重新建立持倉的好機會。野村綜合研究所（NRI）是日本

最聲譽卓著的智庫及資訊科技解決方案供應商，擁有極高的品牌知名度及優質的人才儲備。我們相信，日本的數碼轉型結構性增長趨勢將支持研究所的長期發展。

除此以外，我們還買入了領先的全球電動工具品牌牧田 (Makita)。該公司於專業用戶市場擁有強大的品牌知名度，惟去年面對嚴重的行業不利因素，包括疫情過後不再為 DIY 電動工具業務帶來支持、建築需求減少、供應鏈受阻、渠道存貨過多及日圓貶值。為了擺脫困局，牧田 (Makita) 正在減少產量及將存貨下調至正常水平。我們相信，往後公司將可穩步恢復及實現增長。

考慮到估值因素，我們減持及沽出多間企業，包括嬌聯 (Unicharm)、Shift、Kotobuki Spirits 及 Japan Elevator Services。過去數年，我們一直減持表現理想的 S-Pool。基於我們相信監管變化將會對公司的特殊需要人士招聘服務構成不利因素，我們亦於 2023 年初沽出餘下的持股。此

外，SMC 的盈利能力升破記錄，而且將於未來 2 至 3 年積極擴大產能，以致我們減持該公司的股票。遺憾的是，在市況良好時，週期性企業往往會錯誤地選擇擴展業務。

總結

我們從未持有銀行及商品相關企業，並自成立以來便持有長期增長及回報較高的優質企業。鑑於上述原因，2022 年對首域盈信日本股票策略來說充滿挑戰。

雖然市場擔心加息、通脹及經濟增長放緩，但擁有淨現金資產負債表、強大定價能力、高利潤率及已動用資本回報率的企業未有獲得青睞。在全球可能陷入衰退的環境下，近期市場只看到該類企業的相對估值較高，卻完全忽視了他們出色的盈利表現及穩健的資產負債表。近日我們投資組合持股的評級下降，為該類公司更添投資吸引力。

最後，感謝客戶對我們的信任及支持。

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。截至 2023 年 4 月或另行註明。

免責聲明

本資料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。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準的資料，首源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。在法律允許的範圍內首源、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資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，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。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料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首域盈信資產管理基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理為首源投資（香港）有限公司的商业名稱。

首源投資（香港）有限公司是首源投資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。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG 及其附屬公司對本資料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。本資料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。