

客戶通訊

堅持投資優質企業

2024年9月



作為審慎的投資者，我們致力投資於管理層值得信賴的優質企業，並期望成為該等公司的長期股東。換言之，我們投資的企業需要擁有優秀的管理團隊、可持續的業務模式及強大的競爭護城河，以推動穩定的盈利增長及股東回報。我們長期投資於中國市場，一直堅持重視企業質素。正因如此，我們通常能在跌市期間更有效地保障資本，同時受惠中國市場的增長。

面對市場波動，我們的長期表現維持於合理水平，足證我們投資方針的價值。然而，過去兩年，整體市場出現變化，投資者普遍對中國的經濟增長感到悲觀。一方面，市賬率較低及股息率較高的廉價週期股及國有企業表現出色，但另一方面，在我們的投資組合中，即使個別優質增長股的股息率不俗，但投資成績偏偏未如理想。

最近一段時間，表現較好的企業都是我們傾向避開的公司類型。舉例來說，除非企業的管理層擁有自主權，並且奉行市場主導的經營方針，否則我們不會投資於國有企業。我們也傾向不投資於週期股，特別是回報持續偏低、缺乏競爭護城河及定價能力欠佳的公司。不論這些企業的估值有多低，我們都沒有信心能夠完美捕捉適當的買賣時機。我們忽略上述公司，可能為相對表現帶來影響，不過我們相信我們如若違反我們已通過時間考驗的投資理念去追逐短期回報，將是錯誤之舉。

我們銳意為客戶締造吸引的長期絕對回報，因此絕對表現數據才是我們的關注重點。近期，我們的絕對投資表現未算亮麗，主要原因是我們持有大量估值下調的消費類公司。我們看好該類公司，在於他們的已動用資本回報率及現金流產生量較高，而且擁有穩定及可預測的增長。在以往的市場低迷時期，這些優質特徵曾為投資組合增添防守能力，可惜在這兩年間卻未有發揮作用。在中國疫後重啟初期引發的樂觀情緒消退後，當地的增長及通縮壓力令人憂慮，消費類企業普遍表現疲弱，而這種情況的持續性超出了我們的預期。

好消息是，我們相信眼前的陰霾終會消失。我們並不預期中國能夠維持昔日的高速增長，惟未來五至十年，中國的人均收入仍然有望上升。隨著人們選擇提升生活質素，擁有強大消費品牌的企業應能受惠。

儘管優質公司未必受到市場追捧，該等結構性增長趨勢持續，為我們持有的不少企業提供了投資理據。我們認為縱使

中國經濟放緩，當地市場依然蘊藏著大量增長機遇。透過買入優質企業，我們將能為客戶創造可觀的長期回報。

奶製品行業迎來挑戰

中國蒙牛乳業是國內兩大奶製品企業之一。這兩年來，該公司對我們的投資表現構成重大負面影響。鑑於蒙牛的高檔高溫滅菌奶、鮮奶及芝士產品佔據穩健的市場地位，我們成為該公司的股東已逾十年。在「產品高檔化浪潮」中，消費者選擇升級至更優質的產品，同時他們加倍注重奶製品的營養價值及健康功效，我們期望蒙牛能夠從中分一杯羹。

蒙牛的高檔奶製品系列－「特侖蘇」較一般奶製品含有更多蛋白質，而且味道更香濃，故此較其他奶製品溢價介乎50%至400%。雖然特侖蘇銷量穩定，但國內經濟轉差下，消費者削減支出，以致整體奶製品需求不振。

雪上加霜的是，原奶價格連續30個月下跌，是自2008年以來最長的下行週期。由於供需失衡，分銷商存貨增加，而原奶供應商錯判奶製品的預測需求量，以致影響擴大。蒙牛指出2024年中國乳業正面臨自2008年以來最大的挑戰。今年上半年，該公司的總收益下跌超過12%。

我們曾與蒙牛的新任總裁高飛先生開會討論乳業問題，並聽取他計劃如何帶動日後增長和改善盈利能力。今年較早前，我們亦與特侖蘇品牌的主管見面。該名主管在高先生獲擢升後，負責管理液態奶業務。在這些會議中，管理層相信最壞的情況已經過去，他們預期公司收益將於下半年終止跌勢，甚至錄得輕微增長，令我們感到放心。隨著需求靠穩及存貨清減，2025年的原奶週期或會逆轉。

展望未來，高先生計劃削減資本開支。另外，考慮到先前的收購交易成果好壞參半，他會將注意力放在現有業務，而非收購其他企業上，此舉料可改善公司的經營利潤率及投入資本回報率。蒙牛將於期後兩年的派息比率由2023年的40%增加至超過50%，並在12個月內動用20億港元回購股份。我們認為，相關措施將有助提高股東回報。作為公司的長期擁護者，我們一直與蒙牛討論多項議題，包括企業管治、資本配置及長期策略等。

在經歷降級後，蒙牛的估值頗為吸引，而且公司是兩大龍頭之一，業務具備實力及防守能力。撇除短期的低迷，我們認

為蒙牛的品牌及質素能夠繼續吸引消費者以較高價購買產品，因此我們看好公司的長遠前景。我們將持續監察公司，並與管理層定期開會。

其他影響投資組合表現的投資

在嚴峻的經濟環境下，華潤啤酒的表現同樣乏善可陳。公司剛公佈的上半年業績顯示，整體收益較去年輕微下降，而且啤酒銷量減少，幸而產品售價的上升抵銷了部分影響。在 2024 年上半年，公司的次高檔及以上產品增長僅達單位數水平（2023 年為 19%），導致公司對需求抱持審慎態度。

我們明顯低估了增長放緩及評級下降的影響，不過在困難的環境中，華潤啤酒展現出不錯的營運執行能力。以啤酒業務為例，高檔啤酒分部的增長較以往緩慢，但依然較整體產品組合迅速。至於金沙白葡萄酒業務方面，現時的渠道存貨期約為 3 至 4 個月，意味著存貨已清。由於銷售基數較低，今年的增長目標定為 30%。

華潤啤酒的管理層維持正面態度，他們對公司的長期增長及競爭優勢抱有信心。我們認為華潤啤酒在高檔市場處於有利位置，原因是較高檔的喜力品牌成功擴大國內市場及提高消費者的心理市佔率，推動按年增長率突破 20%，而且品牌在其他省份持續發展，利潤率尚有上升空間。從產品角度而言，華潤啤酒專心發展較高檔的小型品牌，例如「老雪」、「紅爵」及「K 雄獅」，正好迎合消費者對啤酒選擇日益嚴格的趨勢。

安踏體育為中國首屈一指的運動服裝公司，儘管其經營表現及盈利增長相當強勁，於 2023 年乃是拖累投資表現的主要企業。然而該公司在 2024 年應能延續可觀增長。在今年上半年，安踏體育的集團銷售及經常性純利（不包括收購 Amer）分別增加 14% 及 17%，領先其他同業，而在 2023 年，公司已經錄得高達 35% 的盈利增長率。

我們認為，安踏體育的突出表現源於優質的管理團隊及多品牌的產品組合，豐富的產品選擇為公司帶來了好成績。於本年度，安踏體育的增長動力來自相對小眾的品牌，例如迪桑特（Descente）及可隆體育（Kolon Sport）。該等品牌以高檔消費者為目標，他們所在的運動市場發展迅速，包括露營及冬季運動市場等。

根據我們近日與安踏體育管理層的會議，中國運動服裝公司的投資方針轉趨保守，他們均認為消費環境疲弱，故此將目光轉到盈利能力及股東回報上。有見及此，安踏體育已宣佈提高中期派息，並在未來 18 個月回購 100 億港元股份，總收益率將達 8% 至 9%。目前，安踏體育是我們中國投資組合的核心持股，我們認為該公司值得長期持有。

表現不俗的企業

中國企業正努力適應經濟增長放緩，我們仍然看好當地的長期投資機遇。在與各大公司的管理團隊對話後，我們發現企業對新投資的態度更趨審慎，並調低了增長目標。在艱難時期，企業日益注重提高盈利及現金流，而且股份回購及派息均有增加，代表股東回報可望改善。

隨著中國經濟增長放緩，美的集團正是需要適應新環境的企業之一。該公司是中國最大的家電企業，在空調、風扇及微波爐市場佔據領導地位。本年度美的集團克服各種挑戰，不單展現出良好的執行能力，更錄得強勁的現金流，成為投資組合表現最好的公司。

話雖如此，美的集團也曾遇上挫折。於 2006 年至 2011 年間，城市化進程及政府的刺激措施推動集團迅速擴張。在積極擴展市場的過程中，集團推出多款平庸的產品，一度成為消費者眼中的大眾市場品牌，亦無法有效控制分銷商。

於 2011 年底，美的集團創辦人及董事長何享健先生改變策略以試圖扭轉形勢。他以更全面的指標取代原本只看銷量的表現目標，將高檔產品銷量佔比納入評核範圍。另外，他亦完善了產品及分銷商渠道，確保零售店採取更一致的定價，同時出售非核心附屬公司。各項改革工作成功重塑公司文化，驅使業務管理者專注升級產品組合。

在此期間，美的集團與少數股東的利益更趨一致。在重組激勵架構後，集團為超過 700 名員工提供僱員購股權，特別是從事研發的員工。結果，集團的產品市佔率、售價及盈利能力有所改善。於 2012 年至 2023 年間，集團的平均經營利潤率達到 8.4%，高於 2006 年至 2011 年的 4.9%。

現時，中國的互聯網公司也紛紛將業務重心放在盈利能力及股東回報上。舉例來說，投資組合中的最大持股為騰訊，是本年至今表現最佳的企業。我們自 2005 年起便是騰訊的股東，並一直認為公司的管理層高效、穩定及務實。憑藉對用戶的重視，騰訊為業務建立了強大的競爭護城河。尤其是公司旗下的「超級應用程式」微信，已成為超過 12 億用戶的生活必需品。

透過微信創造的龐大網絡效應，騰訊得以開發新功能，藉此提升用戶體驗。今時今日，微信不只是通訊軟件，更結合社交媒體、付款、網約車、電商及影片串流功能，形成進入門檻極高的生態系統。

除此以外，騰訊的資本配置亦相當成功。鑑於微信的主導地位日益穩固，騰訊可以率先發現新的趨勢，再藉此投資於最具潛力的業務。騰訊先後投資的多間高利潤企業，例如京東、美團、拼多多及快手，便是公司有力發掘潛在市場贏家的最好例子。

另一方面，騰訊的業務組合轉變，亦推動盈利能力改善。各項新業務（包括視頻廣告、電子商務、小遊戲、雲端軟件即服務及非付款金融科技）的毛利率高於集團水平，每年增長率有望維持於 15% 以上。

於 2022 年，騰訊將資本配置重點從增長轉移至股東回報上，隨後公司增加股份回購及派息、減少新的投資及出售部分投資組合企業。

而美團就是騰訊賣出的企業之一，其為中國最大的本地服務電子商務平台。美團提供的產品及服務能在網上完成交易，但在現實世界中享用。該公司是外賣服務及國內酒店預訂服務的龍頭企業，而堂食及旅遊服務則是主要的利潤來源。我們留意該公司已有數年，最近終於將其加入首域盈信中國增長組合。

考慮到美團的核心外賣（市佔率達到 75%）及酒店預訂業務稱霸市場，而且獲利豐厚，公司估值具有吸引力。另外，公司亦持續回購股份，從而改善股東總回報。

問題是近日美團進軍社區團購市場，這種網上購物方式允許同一社區的住戶合併訂單，以折扣價購買大量產品，而美團卻因有關業務模式產生虧損，更要面對來自拼多多、滴滴出行、京東及阿里巴巴的競爭。

在意識到無法持續就社區團購業務承擔巨額虧損後，美團決定改變營運重心，關閉無法賺錢的業務、精簡物流流程及減少促銷活動。目前，社區團購業務的虧損已見減少，估計來年將能達致收支平衡。美團的同業亦開始撤出社區團購市場，有利公司餘下業務的表現。

整體而言，我們很高興與美團的管理層願意承認犯錯、積極減少虧損及採用更審慎的資本配置安排。

本年度我們的中國增長策略亦買入了中通快遞，其為中國最大的包裹速遞公司。中通快遞受惠於電子商務消費增加，買賣雙方都會使用其服務運送貨品。雖然電子商務行業已經成熟，但公司是業界龍頭，而且重視盈利能力，故此獲得我們青睞。

在經歷多年的穩步成長後，2023 年中通快遞的包裹量市佔率達到 23%，高於 2014 年的 13%，而且通達系企業佔據了大多數的利潤池，其同業包括韻達速遞、圓通速遞及申通快遞。基於中通快遞的良好往績及優質管理層，我們相信公司能夠維持行業領導地位。中通快遞的管理層預期，往後五

至六年的行業整合潮對公司有利，最大的兩至三間龍頭企業應能取得 60% 至 70% 的市佔率。

由於採用「網絡合作夥伴模式」，中通快遞的攬件及末端派送服務均由本地小型企業負責，因此中通是相對輕資產的公司。透過有關模式，公司可以迅速擴張、靈活作出本地層面的決策，以及降低攬件及末端派送的物流成本。未來，公司將會繼續完善營運及提高服務質素。

因應自由現金流水平較高，中通快遞亦持續削減資本開支及增加派息。該公司的估值不高，加上收益率及股份回購安排具吸引力，我們認為風險回報狀況不俗。

展望及總結

我們無法預測中國的投資氣氛將於何時變得正面，也不知道優質企業何時會再獲得追捧。不過，投資組合的公司仍然擁有吸引的長期基本面及潛在增長前景，我們對該等企業維持極大的信心。我們認為放眼現時低迷市況的機遇，中國市場能為重視長線表現及企業質素的投資者提供大量投資機會。

然而，中國的經濟增長明顯可能繼續放緩，而企業及投資者均需要調整期望。無論如何，我們的投資理念旨在發掘能夠應對經濟環境偏軟的優質企業。我們尋求投資於有望成為長遠贏家的公司，特別是能在不同經濟週期屹立不倒及持續成長的企業。市場持續疲弱，不少行業將出現整合潮，將有利實力較強的企業。

一如以往，我們希望感謝您不變的支持。

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 2024 年 8 月 31 日或另行註明。

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確的資料，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資料內容，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（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。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。

首源投資，首域盈信資產管理，盈信投資，RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商业名稱。首源投資（註冊編號 53236800B），首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C），盈信投資（註冊編號 53310114W），RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商业部門。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）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資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料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。