FSSA Investment Managers
首域盈信



客户通訊

人工智能熱潮以外的市場增長機遇

2025 年 11 月

於 2025 年，亞洲股票顯著反彈。然而，在整體亮眼的數字背後，實際推動表現的動力卻相對集中。年初至今，MSCI 所有國家亞太區（日本除外）指數近三分之二的總回報來自科技及人工智能相關企業。[1] 至於其他行業方面，即使不少優質公司的盈利穩健增長、管治水平改善及估值具備吸引力，但他們的表現卻仍然未如理想，這個現象在東南亞、印度及中國的傳統行業尤其明顯。

這種兩極分化情況反映著更廣泛的全球趨勢。在美國，「人工智能及科技投資激增」，促進經濟強韌發展。[2] 當中，Nvidia、博通（Broadcom）及 OpenAI 的表現最為突出。這些公司進行循環交易及建立戰略聯盟，帶動估值飆升。

在亞洲，人工智能發展充滿潛力，同樣刺激台韓晶片製造商及中國科技平台的估值暴漲。台積電、騰訊、阿里巴巴及三星電子（均與人工智能主題相關），現為 MSCI 所有國家亞太區（日本除外）指數中權重最高的四家公司，合共佔指數近四分之一的比重。按照地區劃分，台積電佔 MSCI 台灣指數的比重已從 2015 年的 24% 增至高達 56%，而三星電子及 SK 海力士（SK Hynix）合共佔 MSCI 南韓指數約 40%，高於十年前的 23%。[3] 可見少數企業能對區內回報產生重大影響。

當前一切似乎都與人工智能息息相關，但我們認為必須保持嚴謹的投資方針，並專注於企業質素。回顧過去，我們也經歷過多次類似的情況，包括科網股泡沫、環球金融危機、2015 年中國股市過熱，以及 2020 年企業犧牲利潤換取增長，之後股價插水。常言道，歷史不會重演，不過總會以相似的節奏重現。當市場熱潮退卻，最終仍盈利與現金流的現實，市場焦點終會回盈利及現金流的現實上。而當市況逆轉時，我們相信優質企業最能發揮保本作用。

表現回顧

作為不受基準影響的投資者，我們對各項指數的構成或回報關注不多，反而專注為客戶創造長期的絕對回報。自成立以來，首域盈信亞洲股票策略的三年、五年及十年滾動回報皆為正數。[4] 從照市場環境的角度分析，以往投資組合於「正常」市況（即一年滾動回報介乎 -15% 至 +15%）及熊市（跌幅逾 15%）期間表現相對較佳，反觀在市場急升期間（即一年滾動回報高於 15%）則相對落後。

透過由下而上的研究，我們買入參與人工智能浪潮的行業龍頭，例如台積電及騰訊。然而，我們對亞洲眾多尚未經驗證的人工智能企業保持懷疑態度。去年，我們大幅增持騰訊，而台積電也繼續是我們團隊投資組合的核心持股。

在人工智能資本開支熱潮中，台積電是重要的先進半導體晶片供應商，並且維持著強勁表現。過去五年，該公司的收益及利潤年均複合增長率分別為 21% 及 27%[5]。不過，在這間亞洲最優質及最大型之一的企業取得漂亮的營運成績，股價也隨之上升後，投資者對現行週期難免感到憂慮。

另一方面，騰訊克服近年的監管環境及經濟疲弱挑戰後，股價表現有所改善。該公司將焦點重回長青遊戲，以及在業務中部署人工智能，成功提高生產力及廣告成效。早前我們與騰訊管理層開會，對他們的人工智能策略及審慎的科技投資方針亦留下深刻印象。

儘管騰訊並非開發大型語言模型的首間企業，但其奉行以客為本的思維及多元靈活的企業文化，賦予其在人工智能領域中脫穎而出的優勢。於 2024 年 5 月，騰訊「元寶」AI 助手面世，隨後發展成中國每日活躍用戶人數排名前三的人工智

[1] 首域盈信資產管理、FactSet、MSCI，截至 2025 年 9 月 30 日。
[2] https://www.ft.com/content/74224d84-8a7a-4d0d-a30d-1716e2d43b7a
[3] FactSet、MSCI（截至 2025 年 9 月 30 日）。
[4] 根據首域盈信亞洲股票領先企業綜合表現與 MSCI 亞太（日本除外）指數自 2001 年 1 月 31 日至 2025 年 9 月 30 日的比較。
[5] 複合年均增長率。本文的所有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 2025 年 9 月 30 日或另行註明。

能助理，涵蓋搜尋、翻譯、寫作及內容摘要等功能。騰訊「元寶」亦與微信應用程式深度結合，該款軟件的每月活躍用戶超過 13 億，擁有強大的競爭護城河及網絡效應。

我們相信憑藉完善的生態系統，加上微信、遊戲及支付業務網絡所累積的大量數據，騰訊應能繼續成為人工智能發展的主要受惠者。預隨著更多用戶友善的 AI 功能陸續推出，將可鞏固用戶群及開拓更多增長渠道。

改善企業管治及釋放股東價值

現在我們將話題從精彩的人工智能世界，轉到大家眼中較為沉悶的綜合企業集團上。怡和洋行（Jardine Matheson）是在 1832 年創立的香港本地集團，目前正在經歷轉型。該公司的改革成果需要時間顯現，不過整體發展趨勢向好。有鑑於此，我們依然是多怡和集團旗下多間公司的重要股東，一直積極發揮作用。

怡和集團是英殖時期的著名「洋行」之一，現時業務已經擴展至房地產、超市、酒店及汽車等範疇。集團由凱瑟克（Keswick）家族掌舵，傳承超過五代。長久以來，集團的交叉持股安排、資產淨值的雙重折讓及複雜的企業架構都一直是小股東爭議的焦點。

於 1980 年代，怡和策略（Jardine Strategic）成立，並持有集團旗下業務的股權。透過複雜的環形持股結構，怡和洋行控制怡和策略 85% 的股份，而怡和策略亦持有怡和洋行 60% 的股權。董事同時兼任多間集團企業的董事會成員，毫不重視獨立性問題。在「堡壘式」的股權安排下，即使凱瑟克家族只持有 17% 股份，他們仍能維持對集團的控制權及阻止惡意收購。

凱瑟克家族曾辯稱，這種的集團架構有利維持業務穩定性及持續性。管理層毋需擔心失去控制權，亦不怕股價的短期波動，因此可以專注於長遠的策略決策。然而，對我們來說，這種架構只是舊時代遺留的產物，既不合時宜，也為企業管治水平欠佳提供了藉口。

於 2021 年，結構性不利因素困擾怡和集團旗下多間公司，執行主席班哲明 • 凱瑟克（Ben Keswick）終於採取行動。他將怡和策略私有化及註銷雙重折讓，雖然市場對公司的「公平價值」表示質疑，但這項舉措使整個集團的企業管治水平及透明度得以提升。

隨後，怡和集團展開更多企業管治改革，包括重組董事會及加入獨立董事，例如曾經任職滙豐的歐智華、歷峯集團（Richemont Group）董事金刻羽，以及凱雷集團（Carlyle Group）董事總經理馮軍元。此外，旗下子公司的管理層亦實現專業化：DFI、文華東方（Mandarin Oriental）及置地公司（Hongkong Land）均外聘新任行政總裁，為企業注入外界經驗及更明確的營運重心。以上三間公司均開始將資源集中於最具潛力的業務範疇，同時逐步退出非核心業務，旨在提高投入資本回報率，並在適當時候向股東回饋現金。由此可知，提升股東總回報成為了集團的全新方向。

上述的改革重新定義怡和集團的未來。在近日的會議上，擔任財務總監的 Graham Baker 表示：「怡和不再要求總經理於不同業務及地區之間輪調，依賴優秀但業餘人士負責管理的時代已經畫上句號，現在是專業管理的時代 - 我們需要真正的專才上場。」

怡和集團仍須繼續努力，才能重拾增長軌道。不過我們預期未來數年，集團的變革步伐將會加快。潘林峯（Lincoln Pan）最近獲委任為怡和洋行的行政總裁，接替退休的韋梓強（John Witt）。潘林峯曾任職於私募集團 PAG，並且是集團首位外聘「大班」，他的任命具有重大意義，再次象徵著集團文化的轉變。

另一方面，怡和集團持有 50.1% 股權的印尼附屬公司 Astra International 是主要的盈利及現金流來源，也是集團未來成功的關鍵。縱然市場對該公司的煤礦開採服務及汽車產業變革有所擔憂，其多元化業務組合卻可產生穩健的現金流及增長。Astra International 正在進行戰略檢討，預期該公司將與怡和集團其他企業改革方向一致，對業務組合進行合理調整及重新聚焦於核心業務上。

考慮到怡和洋行及 Astra 的估值吸引，我們增持了這兩間公司。集團已投放超過 70 億美元回購股份及出售資產，包括賣出香港的核心地段的辦公室物業及減少房地產開發業務。怡和洋行的估值相當於 2025 年盈利的 10 倍，市賬率為 0.6 倍，收益率為 4%，而 Astra 的基本面強勁，但預測市盈率只有 7.6 倍，市賬率為 1 倍。兩間公司的估值均低於長期平均值，顯示在改革落實後，股價應有上升空間。

怡和洋行及 Astra 的企業管治持續改善，加上估值不俗，可讓長線投資者廣泛參與亞洲增長機遇。值得慶幸的是，怡和洋行也是凱瑟克家族的財富命脈，意味著集團將與股東利益保持一致。該家族在盡責管理方面聲譽卓著，更擁有跨代創造長期價值的輝煌實績。

表現受壓的投資

印尼企業中亞銀行（Bank Central Asia），因其貸款增長放緩及信貸成本輕微增加，而拖累整體表現。儘管評級下調，該行的基本面維持強勁。我們依然認為，中亞銀行是作風穩健、管理得宜的銀行，坐擁結構性優勢及巨大增長空間。該行在充滿挑戰的外圍環境中經營多年，我們對他們的品牌及團隊實力深具信心。基於該行的賬面值增長率較高，我們相信現時的估值仍屬合理。

中亞銀行不單展開了多項正面轉型，更積極維持交易、科技及企業文化的競爭優勢。過去五年，該行將客戶人數增加一倍至超過 3,300 萬，數碼足跡持續擴展，並維持領先行業的盈利能力。與此同時，該行奉行審慎的貸款理念，優先考慮長遠業務價值，而非追逐短期增長。

中亞銀行的往來及儲蓄賬戶比率接近 80%，存款成本只有 1.4%，低於同業的 3% 至 5%。有見及此，該行既可提供具競爭力的貸款利率，又能維持理想的淨息差、偏低的信貸成

本及可觀的資產回報率。另外，該行亦針對年輕客戶推出專屬數碼品牌「Blu」，目前處理印尼 30 - 40% 的數碼交易。面對日新月異的金融市場，中亞銀行採取的措施能夠與時並進，更有效地迎合時代變化。

印尼的宏觀經濟環境嚴峻，職位增長緩慢，加上普拉博沃當選總統更產生政治不明朗因素，不過中亞銀行的市佔率持續增加。最近我們約見該行的管理層，並對會面結果感到安心。我們估計，中亞銀行的審慎態度，應使該行成為市場壓力下的避風港。

在印度企業方面，市場憂慮美國移民政策改變，加上人工智能的整體宏觀不明朗因素及貿易戰未止，令客戶的需求及開支轉差，拖累 Tata Consultancy Services（TCS）股價下跌。雖然 TCS 穩佔行業龍頭地位，但投資者擔心公司的國際業務增長停滯，而且在人工智能技術的重大轉型中，老牌企業面臨種種挑戰，使市場對 TCS 抱有疑慮。

針對第一點，TCS 的收益增長異常疲弱，導致估值有所回落。縱然如此，撇除最表面的數字不談，其國際市場增長放緩，原因在於保險及醫療保健行業的個別客戶出現問題。該公司已明確表示，發達市場的業務增長有望改善。我們相信，近期公司股價欠佳，但不代表其業務模式結構性出現問題，而且 TCS 將能繼續參與及並贏得多項戰略性數碼轉型合約。

至於第二點，市場的顧慮不無道理，整個行業確實受到衝擊。在短期內，人工智能技術料會帶來通縮壓力，其中 20% 至 30% 的生產力增長也許將投入其他用途。然而，以中長期來看，企業將需依賴「幫手」管理複雜的經營環境，方能充分發揮人工智能的潛力。多份行業報告顯示，只有 5% 企業能夠大規模實現人工智能價值[6]。不過暫時來看，人工智能發展的最終結果充滿變數，前景尚未塵埃落定。

綜合而言，人工智能對 TCS 業務及整個資訊科技服務行業的長遠影響還是未知之數。現階段其估值並不便宜，市場上亦有其他風險回報更佳的選擇。我們仍保留持倉，但鑑於 TCS 的前景欠明朗，已因應作出減持。

另一間表現失色的企業是創科實業，其為香港上市的製造商，主要生產 Milwaukee 及 Ryobi 品牌的電動工具。該公司的經營成績亮眼，而且增長穩定，惟消費者需求轉差，加上沽空投資者質疑其會計手法（創科實業已嚴厲駁斥相關指控），以致股價表現受壓。儘管該公司早已調整營運佈局，以應對地緣政治緊張局勢，但最近特朗普發動貿易戰引起關注，創科實業的評級亦有所下降。現時，中國佔創科實業產能只有 30%，低於五年前的約 80%。創科實業亦在越南、墨西哥及美國設廠，有助抵銷關稅影響，同時促進歐洲及亞洲市場增長。

在我們眼中，創科實業依然是管理完善的優秀企業，而且歷經多個市場週期的考驗。在環球金融危機期間，該公司一度債台高築；但當前公司的資產負債狀況顯著改善，令人感到安心。創科實業較同業更佔優勢，也能應對嚴峻的外部環境，甚至從中得益，我們亦已把握機會趁低吸納。

增持中國頂尖連鎖酒店品牌

在經歷三年的低潮期後，中國市場終於捲土重來。縱然市場是從較低基數開始反彈，我們認為復甦趨勢令人欣喜。行業整合進行得如火如荼，監管機構的立場變得更加正面，而國民對中國科技的信心不斷提高。人工智能企業、半導體及科技硬件行業將是主要受惠者，但我們對市場表現將逐步擴散持樂觀態度。

當投資者只將目光放在人工智能的主題，我們繼續買入估值吸引的華住集團。作為國內第二大的酒店連鎖集團，該公司是中國酒店行業的霸主，擁有實力雄厚的品牌組合及豐富的營運專業知識。華住集團也是公認的行業創新先驅，高度重視數碼基建及資訊科技系統發展。有關投資使公司的成本效益冠絕業界，其會籍計劃亦是自然流量及吸引回頭客的關鍵。

在與多位公司代表會面後，我們再於 2024 年與其創辦人兼董事長季琦見面。他創立過多間企業，並擁有科技背景，至今仍是華住集團文化及策略的核心人物。在集團的發展歷程中，季琦奉行持續創新的理念，採用以客為專的設計。他放棄他認為非必要的酒店設施，例如宴會廳、泳池及大型大堂，改為專注於他認為客人真正重視的元素，包括優越的地理位置、整潔舒適的床鋪及卓越的服務質素。

在以往的創業生涯中，季琦遇到過多次危機。他相信，創新精神及順應潮流是成功的秘訣。他定期巡視酒店及業務加盟商，以便緊貼市場及聽取意見。他留意到，華住集團的競爭對手不再只是其他酒店集團，而是 Airbnb 及 Booking.com 等平台。因應這種情況，華住集團將重點放在發展完善的酒店網絡及會籍計劃，從而建立更穩定的客戶來源。目前，集團擁有約 2.9 億會員，佔訂單數量超過七成，當中大部分來自直接訂房渠道。

於 2024 年，華住集團的經調整除息稅折舊及攤銷前盈利達 9.35 億美元。公司利潤來自收費為主的收入模式，即加盟商需支付費用以換取以華住集團品牌經營酒店的權利，而集團則委派管理人員，確保維持優質服務標準及穩定營運。華住集團的經營現金流轉換率不俗，而資本開支亦因公司改用輕資產擴張模式而呈下降趨勢。然而，集團股價波動不定，反映投資者擔心中國宏觀環境欠佳，拖累每間可供出租客房收入下跌。

話雖如此，我們認為更值得關注的指標是每間可供出租客房收入溢價，該項數據代表華住集團在相同地段相較其他酒店所能收取的溢價。定價優勢，再加上對線上旅遊平台的依賴較低，而且營運效率不錯，使華住集團的加盟商就算 2025 年酒店行業普遍錄得虧損的情況下仍能賺取利潤。同時，華住集團的酒店回報突出，吸引了加盟商投資。事實上，現時約五成「新」酒店均來自現有酒店轉投華住品牌。正因如此，華住集團可以不受整體市場狀況影響，維持高於行業水平的業務增長。隨著更多獨立酒店加盟，集團也能穩步提高市佔率。

[6] MIT NANDA, 2025 年 7 月：The GenAI Divide, State of AI in Business in 2025; and Boston Consulting Group, 2025 年 9 月 :The Widening AI Value Gap, Build for the Future 2025

我們相信，華住集團有望把握中國國內旅遊需求上升、城鎮化發展及消費者喜好升級的趨勢，因此該公司擁有長遠的增長空間。儘管短期股價可能持續波動，集團的長期基本面維持穩健。該公司亦能形成較大的規模經濟效應，長遠應可發揮酒店住客整合平台的優勢，以創造驚人利潤。

展望

放眼未來，我們看好亞洲股票的前景。隨著亞洲佔全球國內生產總值增長的比例不斷上升，預料亞洲應可繼續受惠於區內高價值服務業帶動的增長、數碼轉型熱潮及金融深化的持續趨勢。與美國等發展市場相比，亞洲企業的估值亦顯得更具吸引力，而且亞洲股票佔全球投資組合比例偏低，有利絕對回報表現。

首域盈信亞洲股票投資組合中的核心持股維持著良好的業務表現，持續為股東帶來可觀回報。現時投資組合的估值仍然吸引 - 與過去數年情況一致，預期未來的盈利將以低雙位數的速度增長，平均股本回報率約為 20%。投資組合的自由現金流率現正處於歷史高位，企業紛紛增加向股東回饋的現金。

儘管我們無法預測人工智能熱潮何時結束，不過我們持有的企業擁有強大的競爭優勢，在過去週期皆能維持利潤及盈利能力。我們深信，當市場焦點逐漸從人工智能擴展至更廣泛的領域時，企業的穩定基本面將轉化成出色的長期股東回報。

資料來源：本文的所有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 2025 年 9 月 30 日或另行註明。

免責聲明

有關資料來自首源集團認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源集團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，首源集團、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。本資料只擬分發予相關司法管轄區所定義的專業 / 機構投資者，不擬向公眾人士分發。本資料所載資料僅供參考，並不構成投資意見及 / 或建議，且不應作為任何投資決定的基礎。本資料所述部分基金未獲授權在若干司法管轄區向公眾人士要約 / 發售。

投資價值及收益可跌亦可升，閣下也許未能取回投資本金。過往表現未必可作日後業績的標準。投資者欲知有關詳情，請參閱基金銷售文件，包括風險因素。

本資料對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本資料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。

未經首源集團預先同意，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。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。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。首源集團、首源投資、首域盈信資產管理、信衛資產管理、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源集團（註冊編號 53507290B）、首源投資（註冊編號 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）、信衛資產管理（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）的商業名稱。

首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源集團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。首源集團在不同司法管轄區內有多間公司。

在法律允許的範圍內，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。

© First Sentier Group