FSSA Investment Managers
首域盈信



客戶通訊

無懼外圍市場千變萬化，中國國內復甦動力增強

2025 年 5 月

去年 9 月，隨著中國政府加強對經濟的支持，投資者對中國的看法開始好轉。同時，國內的人工智能發展帶動了市場氣氛。然而，最近數週美國宣佈對全球進口商品徵收貿易關稅，引發連串混亂並衝擊全球市場，中國的股市也受到影響。

值得留意的是，我們持有的中國企業大多專注於國內業務；整體而言，其收益少於 10% 是源自美國市場。

換句話說，即使貿易戰升級的消息甚囂塵上，我們如常執行投資工作。我們持續發掘管理完善、擁有強大業務實力、增長前景吸引及財務狀況穩健的企業。除了與投資組合持股的管理層見面外，我們亦積極探索中國市場的新投資理念。我們仍有信心，優質企業長遠能夠交出漂亮的成績表，就像以往一樣。

作為長線投資者，我們的投資期長達三至五年或以上，我們會更全面地分析中國的增長前景。在此方面，我們相信中國政府的市場化改革將為國內企業提供有利的環境，以便他們為投資者帶來可觀回報。

舉例而言，中國政府鼓勵國有企業提升效率，並改善盈利能力及股東總回報，這與南韓及日本推行的「企業升值」計劃不謀而合。[1] 該類措施能夠大幅增加國有企業的股息及股份回購活動，有助市賬率估值較低者提升股價。受惠於上述安排，多間國有銀行表現不俗，包括中國銀行、中國建設銀行及中國工商銀行，而我們未有買入該等公司，正是去年我們跑輸整體基準的主要原因。不過，這些銀行的股本回報率一向較低，而且存在管治／與股東利益一致程度的問題，令我們相信他們並非長線投資青睞的選擇。

另一方面，不只是國企，其他公司亦越來越重視股東總回報的問題。[2] 在我們的中國投資組合中，多間私營企業均宣佈提高派息及增加股份回購，包括網易、深圳邁瑞生物及安踏體育。鑑於該等公司擁有穩健的盈利及較少債務，我們相信他們應能更持續地向股東退還現金。預期企業股息及股份回購增加的趨勢將持續發展，亦將有利我們所投資的公司帶來回報，並加強與股東的利益一致程度。

除此以外，國內創新的結構性趨勢也能支持中國企業的長線表現。以 DeepSeek 為例，該公司旗下的人工智能模型展示了中國企業如何適應，甚至可能顛覆行業，成為我們所見中國眾多創新成果的象徵。然而，在市場熾熱之際，我們仍致力維持審慎。DeepSeek 面世引起市場興趣，刺激小米及阿里巴巴股價上升，但我們未有買入該等公司，亦是我們自年初至 4 月表現相對落後的主因。

我們並未持有的股票

數年前，我們曾經考慮買入小米的股票，惟該公司主要經營硬件業務，產品週期較短，加上利潤率不高，以致我們未能對其建立信心。自此之後，小米加倍專注於智能電話產品開發，並透過生產優質手機改善品牌形象及吸引年輕的消費者。小米亦將研發成果應用於其他產品分部上，以提高電動車及家電產品質素。儘管小米是在毫無經驗的情況下經營高度競爭的行業，而且曾有不少公司在此領域折戟沉沙，小米推出的首款電動車卻形成強大的銷售動力，成績超越預期。

小米的運動型電動車「SU7」於 2024 年 3 月才推出市場。換言之，在推算公司的未來盈利時，我們需要保持審慎。此外，小米在短時間內便取得成功，也意味著電動車行業的入行門檻較低，公司面對的競爭可能增加。現時小米的估值偏高，我們相信其風險回報狀況不算理想。

至於阿里巴巴，我們數年前觀察到，該公司先前建立的電商領導地位遭到來自拼多多及京東的激烈競爭所削弱。另外，我們也擔心阿里巴巴的企業管治問題、與股東利益的一致程度，以及政府更趨嚴格的監管措施。好消息是，我們認為阿里巴巴的部分問題已獲改善。例如，該公司出售了非核心資產，並向股東退還大量資金。最近中國國家主席習近平與阿里巴巴創辦人馬雲會面，反映監管環境好轉。[3]

但問題是，我們對阿里巴巴的長期盈利前景依然缺乏信心。電商業務仍是該公司的主要利潤來源，惟管理層的重心轉向人工智能及雲端發展，我們質疑電商業務能否延續佳績。阿里巴巴的雲端基建尚未能夠產生大量利潤，而且在中國市場

[1] 資料來源：「國企利潤與股值成焦點」。中國日報（2024 年 1 月）。http://en.sasac.gov.cn/2024/01/31/c_16628.htm

[2] 資料來源：「中國企業董事會的新任務：管理市場價值」。亞洲公司治理協會（2024 年 11 月）。https://www.acga-asia.org/blog-detail.php?id=92

[3] https://www.theguardian.com/business/2025/feb/17/xi-jinping-meets-alibaba-jack-ma-and-chinese-tech-chiefs-amid-economic-slump

的競爭及產能過剩問題下，可能會妨礙公司帶來理想的回報；而按照我們過往的觀察，此風險不低。話雖如此，考慮到他們近期的動向，我們將繼續監察這兩間公司。

一般來說，我們相信企業的持續創新代表公司質素良好，並能形成長期競爭優勢，有助提高市佔率及盈利能力。我們已投資於多間創新型企業，包括互聯網領域的騰訊及網易、工廠自動化領域的匯川技術、醫療設備領域的深圳邁瑞生物，以及電動車電池領域的寧德時代。即使是屬於「舊經濟」的酒店及紡織業，不少中國公司也採用了複雜的技術及經營措施提升競爭優勢，例子包括華住集團及申洲國際。該等公司持續提高業務實力，有望成為各自行業的長遠贏家。

消費者需求出現曙光

在經歷過去數年的經濟挑戰後，去年 9 月中國調整政策，為市場注入一劑急需的強心針。這次政府推出的措施包括大型財政刺激政策及消費者補貼，可見當局願意進一步支持經濟，與以往令投資者失望的消息形成強烈對比。

縱然整體消費維持疲弱，在政策支持下，我們所投資的個別企業需求有所改善。舉例來說，美的集團及海爾智家均受惠於政府的「以舊換新」計劃。這兩間中國家電龍頭所經營的行業發展成熟，但他們擁有信譽照著的品牌、強大的分銷能力，而且專注發展高檔產品市場，因此應能持續提高市佔率。

在運動服裝及休閒旅遊等其他行業中，企業亦迎來需求增長，他們較少依賴政策支援，令我們對前景更添信心。中國消費者願意花更多錢享受露營及滑雪等難忘體驗，顯示生活方式及文化價值改變，對這類企業構成支持。在一眾運動服裝公司中，安踏體育以強勁的銷售及盈利增長脫穎而出，背後動力來自公司旗下的戶外／冬季運動品牌，包括 Arc'teryx 及迪桑特（Descente）。

在社交媒體日益普及、消費者的負擔能力提高及旅遊活動變得更方便的推動下，我們認為休閒旅遊需求長遠應能維持健康增長。去年 10 月，我們與華住集團的創辦人兼主席季琦先生見面時，他也認同我們的觀點。作為中國第二大的連鎖酒店營運商，華住集團建立了成功的品牌及強大的數碼業務能力，可謂往績卓越。中國的酒店行業高度零散，我們預期公司將能持續提高市佔率。

由於華住集團超過 90% 國內業務採用輕資產的特許加盟方式經營，公司得以專心處理品牌發展及市場推廣工作，並將資本投資（主要是收購及開發房地產）及日常營運交由加盟商負責，以換取加盟商持續向公司支付費用。在此模式下，華住集團能夠精簡成本結構及降低房間價格，同時維持吸引的利潤率及產生穩定的現金流。按照我們的經驗，這些優勢往往能夠隨時間累積，形成「飛輪效應」。

華住集團是於 2007 年由季琦先生創辦，此前他是頂尖網上旅遊服務商攜程的共同創辦人兼首席執行官。雖然他缺乏正式經營酒店的經驗，但他為這個一成不變的行業帶來全新的觀點與角度。他放棄了成本高昂的非必要設施，包括宴會廳、餐廳及泳池等，反而將焦點放在房客最關注的事情上，以合理價格為他們提供乾淨舒適、地點方便的房間。

憑藉於科技界的經驗，季先生於酒店引入自助入住系統、實時訂房價格變動功能及客房訂餐的送貨機械人，使職員與客房成本比例低於同業。另外，他還推出了付費的忠誠會員制度，協助吸納新客及留住舊客，毋需依賴第三方代理。參考我們對萬豪及希爾頓等國際連鎖酒店集團的研究，我們認為酒店會員計劃能夠有效地吸引回頭客。房客在累積會員分數時，他們通常較不在意房間價格，而且會對品牌更加忠誠。

在我們與季琦先生見面後，我們對華住集團的管理更有信心。我們認為，季琦先生為人務實、有責任心，而且積極進取。華住集團現正投資於下一階段的發展，公司致力建立高檔品牌、拓展低線城市業務及提高服務標準。季先生做事親力親為，並放眼長線業務發展。在我們見面期間，他提到與加盟商開會、分析競爭對手及到訪低線城市的經歷。

他的領導風格同樣令人耳目一新，他從不裝腔作勢，亦會坦然承認錯誤，鼓勵同事暢所欲言。在談及收購德國酒店集團 Deutsche Hospitality 的失利時，他稱公司不會再次作出收購行動，未來將以特許經營業務作為未來的增長重心。他的決定應可為公司保留充足現金，用作支付高達 3% 的股息，並應付未來數年向投資者退還 20 億美元的計劃。

在挑戰重重的全球環境下，以國內業務為主的華住集團及其他企業應會相對不受外圍衝擊所影響。中國經濟持續向國內消費轉型，華住集團的品牌酒店料可提高市佔率，而且搭上旅遊及休閒活動開支增加的順風車。

美國貿易關稅對基本面影響有限

地緣政治問題可能繼續不利投資情緒，惟預期該等因素對投資組合大部分企業的基本影響有限。自 2016 年，特朗普開展首個任期後，美國的保護主義逐漸抬頭。然而，歐洲及東南亞的需求帶動中國出口持續增長。[4] 此外，中國企業亦將生產及銷售擴展至新的地區。

申洲國際便是典型的例子，該公司是首屈一指的運動及休閒服裝紡織品代工生產商，主要客戶包括 Nike、Adidas、Puma 及 Uniqlo 等全球品牌，合共佔其銷售額的超過 80%。於 2005 年及 2014 年，申洲國際分別進軍柬埔寨及越南。現時公司超過一半的生產工序位於中國境外，而中國廠房的貨品主要銷往本地市場及鄰近國家，例如日本及南韓。

申洲國際擁有良好的管理層、業務質素及可持續發展措施，我們早於十多年前已是該公司的股東。一直以來，申洲國際領導層作出的策略性決定，均有助公司建立行業領導地位。在 2005 年，申洲國際上市，業務重心從休閒服裝轉移至增長潛力較高的運動服裝行業。過去 20 年，勞工成本持續上漲，但申洲國際卻可維持利潤率及提高效率，反映管理層具備極佳的適應能力。

申洲國際採用垂直整合的業務模式，意味著其可監督生產流程的各個階段，以控制產品質素、縮短生產時間及確保利潤率高於同業。為了提升衣料技術及生產能力，該公司亦持續投資於研發工作。例如，申洲國際所開發的先進衣料具備吸濕及體溫調節功能，對運動服及運動休閒服裝的顧客具備吸引力，使其成為與客戶合作推出新品的可靠夥伴，有助公司從其他生產商中突圍而出。

[4] https://en.macromicro.me/charts/17660/cn-exports-markets

在可持續發展方面，我們期望投資對象的管理團隊認真提高標準，而申洲國際對員工及環境的重視已成為他們企業文化的一部分。申洲國際以善待僱員著稱，公司會為他們安排舒適的工作環境、高於同業的薪酬待遇及其他福利，例如為員工子女提供醫療及教育保障，因此僱員流失率遠低於業界平均水平。在需要大量人手的製衣業中，申洲國際的約 100,000 名員工形成巨大的競爭優勢。

歷年來，申洲國際穩步累積實力。自 2013 年初我們首次買入股份後，該公司的利潤增長達兩倍。近年，疫情封城及原材料價格高企帶來挑戰，不過申洲國際正在重拾業務動力。於 2024 年，申洲國際的客戶錢包份額增加，推動整體訂單增長穩健。公司的銷售按年上升 15%，純利飆升 37%。

中國消費者的健康意識提高，他們更常參與體育活動，令國內的運動服裝需求旺盛，申洲國際就像安踏體育一樣受惠。我們認為市場忽視了有關趨勢，原因可能是申洲國際及其主要客戶的業務較國際化。申洲國際的主要客戶 Nike 終端需求疲弱，加上美國的貿易關稅問題引起憂慮，導致公司的估值維持於近十年低位。

幸好，美國只佔申洲國際 2024 年總銷售的 16%，而國內市場則佔 28%。來自安踏體育及李寧等中國企業的訂單迅速增長，應有助抵銷海外市場的潛在不利因素。再者，假如「四大」客戶的訂單放緩，申洲國際亦可招攬新的客戶，以消化現有產能。近期該公司的新客戶便包括 Lululemon 及 Ralph Lauren，他們的訂單均能帶來可觀的利潤及回報。整體而言，申洲國際股價疲弱創造了入市良機，我們已買入相關股票。

儘管如此，我們亦會密切監察美國貿易關稅對全球經濟及消費者情緒的影響。鑑於情況未定，市場仍然充斥著不明朗因素，而我們亦不會嘗試預測未來發展。關稅問題對中國經濟的綜合影響，將取決於國內復甦力度及關稅磋商的結果。直至最近為止，中國政府應是預期貿易摩擦將會升級，故此一直未有推出進取的刺激措施。由此可見，如果外圍不利因素加劇，當局將能進一步支持消費。

總結及展望

在經歷挑戰重重的數年後，專注於國內市場的個別行業開始迎來健康的需求。政府也許是為了應對地緣政治緊張升溫，現正為企業及消費者提供更多支持。另外，透過對研發及供應鏈作出長年累月的投資，中國企業成功提升國際競爭力。上述因素均是我們對中國股市長期前景抱有信心的原因。

另一方面，近日傳出有關美國對等關稅的消息，關稅的規模和範圍為市場展望增添不明朗因素。我們不會假裝知道全球貿易混亂的最終結果，也不會嘗試猜測結局的走向。然而，正正就是在當前環境下，我們投資組合所採取的審慎管理方針將能發揮關鍵作用。

作為由下而上的投資者，我們繼續專心挑選經營完善的企業，這類公司擁有優秀的領導層、雄厚的業務實力、吸引的盈利增長及穩健的資產負債狀況。我們的投資組合與中國經濟的結構性趨勢相符，包括創新、可持續發展及股東回報改善。總括而言，在這段期間，我們看好投資組合中所持有的市場龍頭企業在長期增長趨勢及收入增加的支持下，該類公司有望維持強韌。

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 2025 年 4 月 30 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。

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。

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，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）有限公司的商業名稱。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（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）的商業部門。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。

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 Investors Group