FSSA Investment Managers
首域盈信



基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場股票

2025 年 2 月

駕馭不明朗市況

根據美國經濟學家法蘭克· 奈特（Frank Knight）的觀察，與風險不同，不明朗因素為無法量化或預測的。全球正在經歷前所未見的一連串挑戰，包括地緣政治緊張局勢升級、貿易關係持續演變及技術變革重塑整個產業，不明朗因素與風險之間的分別更格外值得重視。

新聞焦點落於不同的不利因素上，但無論面對人工智能崛起的影響，或是貿易壁壘產生的漣漪效應，我們都認為長線投資者關心的根本問題仍然不變：在不明朗的市況下，如何發掘不單能屹立不倒，而且仍能蓬勃發展的企業？

經驗告訴我們不應嘗試猜測難以預計的事情，而是要找出確實具備適應及進化能力的企業。在先前的多個經濟週期，我們投資組合持有的公司展現了相當的韌性。我們相信，這項特質源於兩大重要支柱：強大的業務營運及出色的盡責管理。

強大的業務營運是創造可持續價值的基礎，而出色的管理同樣是應對不明朗因素的關鍵。在評估企業的管理質素時，我們會考慮各間企業的業務模式及競爭環境。在我們眼中，最好的管理團隊既要熟悉他們所屬的行業，也要因應挑戰建立適合的企業文化。

常言道：「企業文化的影響力遠超企業策略」，不過經驗告訴我們，兩者經常會融為一體。獨特的企業文化往往能夠形成競爭優勢，進而為公司帶來理想的成果。如果企業的文化與策略相輔相成，公司便可持續締造他人難以複製的佳績。伯克希爾哈撒韋（Berkshire Hathaway）前副主席芒格（Charlie Munger）相信，企業文化與策略互相配合能夠產生協同效應。

不同行業的管理團隊所面對的大有不同。舉例而言，如果某間零售企業經營的市場變化迅速，而且競爭激烈，企業領導層便需推動創新、適應急劇的變化及維持組織靈活性。在此環境下，我們希望管理團隊能夠建立鼓勵創意思維及果斷決策的文化，同時堅守營運紀律。我們持有的拉丁美洲電商公司 MercadoLibre 正正就能體現上述的平衡。透過快速發展及擴大內部物流平台 Mercado Envios，該公司成功建立自己的配送網絡及最後一哩運送（Last Mile Delivery）能力。這項措施不單可將主要市場的送貨時間縮短約 75%，更能減少對第三方貨運公司的依賴。在創立至今的三年間，Envios 處理的貨物佔交易平台銷售量已經增長至超過 90%。該公司的迅速轉型有賴科技創新及企業的適應能力，兩者的結合為客戶帶來了頂級的送貨體驗，並且更有效地控制公司成本。[1]

與此相反，銀行及保險企業的文化取向則大相逕庭。在這些行業中，我們會留意在整間機構內建立較強風險意識的管理團隊，就像我們在印尼持有的中亞銀行（Bank Central Asia）。該行的領導層採取保守的貸款政策及嚴謹的信貸評估流程，可見企業文化重視審慎的風險管理。這亦體現於該行的詳細交易監察系統，用作標示異常交易規律，並且實施全面的多層信貸審批流程及系統性的分行級別風險管理培訓計劃。在印尼的樓市泡沫期間，中亞銀行的競爭對手積極吸納按揭業務，但該行維持極高的貸款標準，足證該行奉行謹慎的文化。在不同經濟週期中，該行採用這種嚴守紀律的方針，持續將不良貸款比率保持在低於同業的水平。中亞銀行明白，他們的主要任務是保障存戶的資金安全。他們的企業文化將審慎的風險評估視為本能，寧願追求可持續發展，而非進取的增長。他們的領導層深信，在金融服務行業中，選擇避開風險往往與承擔風險一樣重要。

在製造業方面，管理者亦要面對不同的挑戰。以我們投資的中國醫療設備企業深圳邁瑞生物為例，該公司的文化將嚴格的品質控制與持續的研發投資結合，達到理想的平衡。邁瑞生物對產品開發採取系統性的方針，保持雙軌並行，在改良現有產品的同時，亦推進下一代的技術發展。該公司實施全面的供應商管理系統及超越監管規定的測試流程，反映對產品質素的堅持。憑藉該套方針，邁瑞生物成功進軍傳統上由跨國企業主導的高檔產品市場，並且透過高效的生產及戰略性研發工作，維持領先行業的利潤率。結果，這間公司從一家本地製造商轉型成環球醫療設備巨頭，更維持著成本優勢，有力與國外同業一較高下。

儘管上述企業的情況各異，我們相信不論哪個行業，最好的管理團隊都有著數個基本的共通點。例如，他們會像企業擁有者一樣思考及採取行動，並維持較高的資本配置及企業管治標準。不少出色的管理團隊在策劃上也顯現出耐性 - 願意在適當時候犧牲短期利潤，以換取長期的價值創造。另外，他們亦保持著風險意識，持續維持良好的資產負債狀況，同時密切觀察市場週期變化。最重要的是，他們會制定長遠的傳承規劃，確保企業的文化及價值能延續至自己的任期後。

[1] 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。截至 2025 年 2 月 7 日或另行註明

波蘭及台灣考察之旅的得著

在最近的波蘭及台灣之旅中，我們與台積電及其後成為我們持股的 Dino Polska 開會，並再次注意到上文提到的管理層必備特質。這兩家公司均具備我們期望企業擁有的多個相同特徵，而且雖然波蘭及台灣看起來截然不同，兩個地方卻有多個共通點。波蘭及台灣相距遙遠，不過兩地同樣擺脫了複雜的歷史包袱，成為經濟轉型的重要例子。此外，兩個地方的發展軌跡、競爭優勢及應對地緣政治挑戰的方式亦非常相似。

今日的華沙，是經濟成功轉型的標誌。當我們走在華沙清潔乾淨的街道上，看到四周林立的現代化高樓大廈及完善高效的基建時，很難想像到，在約 30 年前波蘭曾經受到鐵幕倒下後即時帶來的衝擊，當時的人均國內生產總值僅僅是西歐國家平均值的 8%。時至今日，國際貨幣基金組織預測，波蘭的人均國內生產總值將於五年內超過希臘，並穩步追上葡萄牙、西班牙及意大利。[2]

波蘭與眾不同之處，在於該國結合了北歐的高效率模式及其特有的創業精神。於 1990 年後，德國加強對工業巨企的支持，相反波蘭則推動由中小企主導的較平衡經濟發展。於我們約見各行各業的公司時，我們接觸到不少企業的管理團隊，他們奉行務實的營運紀律，配合創新思維及走向全球的抱負，可見他們具備強大的創業動力。

另一方面，波蘭的營商文化也反映該國的歷史及地理特徵。由於波蘭位處德國與俄羅斯之間，該國建立了強大的韌性及適應能力，並維持嚴格的執行標準，兩者結合令波蘭成為歐洲企業追求優質營運及成本效益的理想選擇，為波蘭增添競爭優勢，持續推動該國的經濟增長。

我們波蘭之旅的其中一個重要環節是與 Dino Polska 開會，該公司的企業文化與歐洲最出色的零售企業如出一轍。就像 Aldi、Lidl 及宜家家居（IKEA）的擁有人家族一樣，Dino 的創辦人 Tomasz Biernacki 作風低調，他專心推行重視優質營運、降低成本及長期價值創造的企業文化。這套方針將業務可持續發展放在短期市場考慮之上，是建立歐洲大陸最成功業務模式的基礎。

Dino 在波蘭全國經營鄰近消費者的連鎖超級市場，業務網絡由 4,000 多間店舖組成，為數以百萬計顧客提供服務。當地的超級市場競爭激烈，由 Biedronka（佔 27%）及 Lidl（佔 11%）主導。然而，憑藉近距離服務消費者的經營模式，Dino 開闢出獨特的定位，市佔率約達 4%。該公司的競爭優勢來自我們認為是新興市場中最高效的零售模式，他們在只有 3,000 至 4,000 名居民的地區選擇最佳的位置開設店舖，提供各類精心挑選的新鮮及品牌產品，並垂直整合肉類生產業務。另外，公司的文化極為注重成本，同樣有助提高營運效率。令人驚訝的是，Dino 從未需要關閉他們開設的店舖。他們從一開始時便作出周詳的規劃，確保業務朝著正確的方向發展，避免犯下代價巨大的錯誤，與我們所分析的其他大部分零售商差別懸殊。

從 Dino 的各項營運指標中，我們可以一窺其業務模式的效率。該公司的店舖採用一致的裝修方式，通常只設有兩個收銀處，適合以鄉郊地區消費者為主的客戶群體，足以應付仍然佔 50% 的現金交易需要。Dino 奉行精簡的營運方針，配合買入而非租借店舖位置的策略，為公司帶來可擴大規模的發展平台及持續的回報。Dino 在波蘭的業務亦持續迎來重大的增長機會，公司以旗下的九間物流中心組成基建網絡，有助按計劃實現高於 10% 的店舖增長率。

我們認為，Dino 最突出的地方是將重視優質營運及長期發展的企業文化付諸實行。Biernacki 一直遠離投資者及傳媒，他傾向利用在監事會的角色影響公司決策，我們理解且尊重他的決定。就像 Aldi 及 Lidl 的擁有人家族一樣，Biernacki 相信如果他經常接觸投資者，將會影響建立能夠世代傳承的企業。他的注意力無疑是放在業務可持續發展，多於討好市場的短期目標之上，而我們認同他的看法。Dino 採取嚴謹的增長及效率方針，透射出 Biernacki 的明顯印記，而且貫穿整間公司的營運流程，包括他們井然有序的開店策略及垂直整合措施。

以往，我們對 Dino 的估值相對審慎，特別是在疫情期間，公司的強勁表現早就反映於股價之中。然而，最近數季，公司面對重重挑戰，為我們創造了以低價買入優質企業的黃金時機。Dino 在波蘭尚有大量等待開發的市場，公司只是在 16 個地區中的 2 個擁有較高的網絡密度。再者，中期而言，該公司的國際市場拓展潛力不俗，而且過往維持著良好的執行能力，現時應是我們利用吸引的估值投資於這間頂尖公司的良機。Dino 的創辦人目標清晰，公司擁有龐大的競爭優勢及可觀的增長空間，故此未來數年有望持續提升價值。

台灣的企業進化



我們近期到訪台灣，同樣是一趟愉快的旅程。台灣經歷了徹底的轉型，與短短數十年前相距甚遠。當時不少企業已高度商品化，並處於價值鏈下游，知識產權數量有限。在那段期間，企業的產品週期較短，往往較難及時收回資本成本。不過，現在台灣的情況卻完全不同。過去數十年，科技行業佔全球經濟比例增加兩倍至 15%。[3] 隨著利潤池擴大，台灣企業取得格外巨大的增長。由於產品日趨複雜，科技行業的入行門檻持續提升，不單有利台灣的龍頭公司，更惠及生態系統內的一眾小型企業，包括設計商及測試機構。

有趣的是，海外傳媒經常報導有關台灣的地緣政治問題，但我們遇到的當地企業領導層及僱員都不太受到影響。台灣大型科技公司最引人注目的一點，也許是他們如何成為優質

[2] 資料來源：國際貨幣基金組織數據地圖，1990 年的波蘭與西歐各國人均國內生產總值對比（以當時價格計算的美元人均數據）；以及 2029 年（預測）的波蘭與葡萄牙、意大利、希臘及西班牙人均國內生產總值對比（以當時價格計算的美元人均數據）。數據擷取於 2025 年 2 月 7 日

[3] https://www.weforum.org/stories/2023/12/tech-diplomacy-harness-digital-economy/

企業管治的先驅。台灣企業的情況與我們在韓國的所見所聞形成強烈對比，韓國大企業集團的複雜擁有權架構及對待少數股東之差經常受人詬病。相比之下，創辦台積電的傳奇人物張忠謀則對台灣企業的最佳常規標準產生了深遠的影響。從透明的資本分配到嚴謹的董事會監督，種種的改變形成良性循環，吸引其他台灣科技公司主動仿效。就像大家預期一樣，我們在台積電的新竹市總部與他們的高級管理層見面，並且盡情品嚐了台灣的本地菜，這無疑是此行的一大收穫。

台積電的管治理念與其業務策略及成功息息相關，我們認為該公司維持著全球最強大的競爭護城河。台積電脫穎而出的關鍵，在於他們堅定發展純晶圓代工廠的經營模式。他們在多年前作出這項策略決定，使他們成為廣大市場參與者的首選合作夥伴。作為綜合型企業，三星及英特爾（Intel）需要與潛在客戶競爭，反觀台積電的單一業務模式能夠消除所有利益衝突，令客戶願意毫無保留地與公司分享最敏感的知識產權。隨著半導體生產流程變得複雜，與客戶建立信任基礎的重要性日益提高，即使是資金充足的競爭對手，也難以收窄與台積電的差距。

台積電採用純晶圓代工廠的經營模式，而且穩佔行業領導地位，還能帶來其他好處，包括幫助公司把握需要使用更先進半導體的最新科技趨勢，同時避開特定產品的風險。由於台積電為其他企業生產晶片，而非自行設計產品，公司只需製造客戶需要的最新晶片，毋需承擔產品過時的風險。這種經營方式能夠提高台積電的經濟韌性，並能鞏固其於生態系統的地位。目前，先進節點佔台積電收益的超過 50%，反映公司的技術領先業界。

展望未來，台積電將受惠於多項成長推動因素。中期來說，人工智能將繼續帶來巨大的增長機遇。往後五年，人工智能相關收益的複合年增長率料達 40% 至 50%。有關增長將來自多項應用，包括訓練及部署在數據中心的大型語言模型、發展無人駕駛能力、為先進機械人系統提供動力及支持消費者設備上的人工智能代理運作。台積電的管理層認為，上述應用將能帶動邁向普及運算的全面轉型，屆時各項設備將持續收集、傳送及處理數據，引領半導體需求持續增長。在此情況下，雲端運算將會是重要的一環；而面對降低延遲的需要，不少人工智能任務將會在當地的設備上進行，進一步提高半導體對先進及成熟節點的需求。

話雖如此，我們最欣賞的是台積電對發展機遇採取審慎的方針。該公司未有單純地追求增長，反而是按照嚴格的投入資本回報規定認真評估每項投資。縱然新建設施的前期成本較高，可能拖低初期的回報，不過台積電有系統地擴展業務，通常能在三至四年內將回報提高至舊有廠房的水平。以往，這種嚴守紀律的擴展策略取得了不錯的成績。以上海廠房為例，儘管該廠在發展初期的盈利能力較低，現時的回報已與台灣地區的營運相若。

雖然台積電擁有傲視同儕的競爭優勢及穩健的增長前景，公司的股價卻維持在我們認為吸引的水平。各行各業的半導體應用增加，加上台積電在先進節點領域的地位提升，我們相信當前的公司估值提供了機會，讓投資者以有利的價格買入全球實力最強的企業之一。

投資組合前景

於 2024 年，市況動盪不定，新興市場的表現相差極大。於 9 月，中國公佈兩項涉及貨幣及財政的重大經濟支援計劃，帶動下半年的市場強勢反彈。過去數年，通縮的下行漩渦衝擊中國經濟，預期當局推出的財政政策將能阻止現時的情況惡化，因此特別值得重視。

至於其他新興市場方面，相關資產明顯面對多項主要挑戰。我們認為全球市場前景不算樂觀，並且繼續看淡新興市場。環球經濟日漸由新興市場所主導，我們相信這項趨勢將於未來數年加快發展。這五至六年來，美國的經濟增長超越其他地區，但在未來，支持增長的個別週期性因素欠明朗，將會刺激更多投資者重新考慮調整部署。

正如上文所述，我們繼續買入管理團隊往績良好及具備競爭優勢的企業，以把握新興市場的長期及持續趨勢。隨著中國低線城市的品牌連鎖廉價酒店擴展、印度經濟正規化、南非持續發展金融服務，以及巴西中小企日益採用企業資源規劃工具，我們相信市場將會湧現大量投資機遇。然而，大市指數一般未能充分反映該類企業，故此由下而上的主動型投資方針有望大幅提升投資表現。

踏入 2025 年，我們看好投資組合的持股繼續迎來長期及吸引的增長機遇。按照我們的分析，中期而言，該類企業的加權平均盈利複合年均增長率（年均複合增長率）介乎 15% 至 20%。目前，投資組合的自由現金流率為 4.8%，市盈率相當於 20 倍。考慮到企業的增長率，投資組合的整體估值處於合理及可持續增長的水平，[4] 相信應可帶來理想的絕對及相對回報。

[4] 資料來源：財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。截至 2025 年 2 月 7 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）有限公司的商業名稱。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。

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。