FSSA Investment Managers
首域盈信



中國客戶通訊

中國創新革命

2026 年 2 月

數百年來，中國的創新智慧深刻影響了人類文明的發展。造紙術、火藥、絲綢、瓷器與指南針等偉大發明，徹底改變了全球貿易、科學與文化的面貌。如今，這股創新精神依然蓬勃旺盛，正正體現在新一代技術領域的迅速突破之中。從自動駕駛、可再生能源到人工智能，皆展現出驚人的進步。

2025 年中國市場表現最佳的企業，大多來自人工智能價值鏈，包括將大型語言模型整合到自家平台的互聯網公司、為伺服器及數據中心提供所需零件的製造商，以及開採必要原材料的礦業公司，如高壓電纜及電池系統所需銅材的供應商。儘管國內經濟持續疲弱，消費相關的企業經營困難，但這些人工智能價值鏈的公司依然錄得不俗回報。因此，市場呈現明顯的兩極分化格局，這亦與亞洲及全球其他地區所出現的情況相似。[1]

在 2025 年，我們的中國策略表現反映了上文提到的兩極化趨勢。一方面，超大規模企業的資本開支持續上升，人工智能進一步融入企業的營運模式及我們的日常生活，推動我們在優質人工智能相關企業的投資取得理想表現。但另一方面，我們持有的國內消費企業卻表現相對遜色。

隨著科技演進、供應鏈調整以及監管環境持續轉變，我們正密切評估人工智能將如何重新定義中國的投資機遇，並判斷哪些企業最有能力長期實現可持續回報。同時，我們亦在非人工智能領域中持續發掘優質企業，當中不乏以更為低調的方式推動創新，但卻同樣在產業發展中發揮關鍵作用。

表現回顧

如要了解人工智能的崛起如何影響由下而上的股票投資格局，我們不妨先觀察整條價值鏈中不同企業之間的關係。哈佛商學院教授 Andy Wu 提出了一個頗具啟發性的比喻，他將人工智能投資比作為 19 世紀美國的淘金熱：晶片製造商及其他零件製造商負責提供工具、人工智能模型開發商負責「掘金」，而互聯網平台及其他消費科技企業則負責製作最終成品呈現給用家。[2]

2025 年對我們投資表現作出正面的持股，包括提供「生產工具」的供應商，例如在半導體供應鏈經營關鍵小眾業務的**盛美半導體**。該公司在半導體供應鏈中扮演重要且專門的角色，負責為晶片設計及生產用於製造晶片的高規格的濕式清洗工具，這類設備對維持生產設施的良率及品質相當重要。

製造晶片需要極高精確度，微細的污染物或化學殘留，都足以令矽晶圓報廢。尤其是人工智能應用所依賴的先進節點，對有關方面的要求更為嚴格。盛美半導體所生產的工具可以解決這些問題，協助客戶於晶片密度及複雜程度方面不斷突破極限。

隨著中國政府致力減少對外國供應商先進技術的依賴，國內半導體生態系統急速發展，盛美半導體近年的需求明顯上升。更重要的是，盛美半導體的競爭優勢不止反映週期性需求。憑藉優質可靠的設備供應，該公司不僅成功從國內外競爭對手手中奪取市佔率，同時擴展了海外客源，其中包括南韓記憶體晶片龍頭 SK 海力士（SK Hynix）。

近年盛美半導體的收益及利潤增長強勁，但管理團隊維持嚴謹的營運方針，逐步將產品組合擴展，現已涵蓋電鍍及晶圓封裝領域，並發展多元化的客戶群。儘管公司擁有眾多吸引的特質，但其估值已經升至偏高水平，因此我們把握早前強勢股價的時機，適度減少持倉。

除了零件製造商外，我們也買入了利用人工智能技術完善服務供應的企業。根據過往經驗，在技術變革的浪潮中，最大的贏家往往是那些能運用新技術改進流程、分銷模式及產品的企業，而非相關基建的建設商。[3] 以之前提及的淘金熱比喻來看，能將生成式人工智能這一「原材料」打造為「閃耀珠寶」的企業將可從中獲取豐厚利潤。

而我們持有的**騰訊**就是一個好例子，該公司亦是 2025 年對投資表現貢獻最大的企業之一。在人工智能時代，騰訊擁有眾多獨特優勢，包括微信、遊戲及支付服務的龐大用戶群、數之不盡的第一方數據，以及高度整合的廣告及內容系統。

[1] 請亦參閱《人工智能熱潮以外的市場增長機遇》，首域盈信（2025 年 11 月）。
[2] 《美國是否需要擔心人工智能泡沫？》，哈佛校報（2025 年 12 月）。
[3] 《人工智能：極端年代》，首域盈信（2025 年 10 月）。

然而，騰訊未有參與人工智能資本開支的「軍備競賽」，反而是通過技術應用強化核心業務水平及投資回報。舉例來說，該公司利用了人工智能改善廣告定位、個人化遊戲體驗及內容推薦準確度。長遠而言，騰訊結合人工智能後，應可提高生產力及用戶參與度，繼而維持更強韌的利潤增長。

拖累表現的企業

縱然人工智能企業為我們的表現帶來了正面貢獻，但我們還是選擇不投資於某些市場認為是最大受惠者的企業。

阿里巴巴正是其中之一，該公司宣佈計劃於未來三年投放超過 500 億美元興建新的數據中心，可見其人工智能發展方針與騰訊的輕資產策略截然不同。[4] 我們已將阿里巴巴納入部分中國及香港投資組合，但我們決定維持有限的配置，而市場對其雲端運算業務的樂觀情緒提高了公司股價，以致我們的 2025 年相對表現受損。不過，在重新審視過相關投資理據後，我們仍然認為騰訊是更好的選擇。

科技行業以外，我們持有的其他企業表現好壞參半。當中，乳製品企業**中國蒙牛**及外賣平台**美團**為最大的表現拖累，反映消費需求疲弱。在低迷環境下，兩間企業均積極提升實力。以蒙牛為例，公司已改善產品組合，並初步迎來利潤率復甦跡象。與此同時，美團正面對同業京東的激烈競爭。2025 年京東大舉進軍外賣市場，惟我們相信惡性競爭環境將無法持續；而當競爭降溫，美團料能取得優勢。此外，考慮到美團的總商品交易額及中國本地服務市場的龐大潛力，該公司目前的市值處於合理水平。

事實上，近期表現令人失望的消費類企業不只是蒙牛及美團。在曇花一現的疫後重啟過後，整體經濟消費乏力，持續時間超過我們預期，對我們其他的消費品持股造成影響，而該類公司正是我們中國投資組合的主要部分。

幸好，我們依然相信長遠消費支出將有結構性回升。目前家庭的銀行存款總額超過人民幣 160 萬億元，相當於國內生產總值的逾 100%，意味著問題根源並非中國消費者缺錢，而是他們缺乏信心。中國政府亦意識到這一點，並已表示在新一輪的五年規劃中將推出加強社會安全網的政策，從而鼓勵國民增加消費。

暫時來看，面對中國需求疲弱及利率偏低的環境，投資者紛紛轉投增長強勁的企業，即使他們對增長能否持續抱有疑問。我們也許能夠以史為鑑：2020 年至 2021 年期間，我們避開了個別熱門股，其後該等公司的增長遜於預測，股價表現落後市場，反觀我們的中國投資組合卻交出漂亮的成績表。我們相信，這個情況將於未來重演。在此期間，我們將如以往一樣專注於企業基本面，並尋找擁有優質領導層、強大業務實力、吸引盈利增長及穩健資產負債表的企業。

浴火重生：立訊精密

看好中國企業，原因在於當地經濟體系的創新規模及多元性，而人工智能只佔其中一部分。根據官方數據，2024 年全國研發開支突破人民幣 3.6 萬億元（約 5,000 億美元），相關投資的增長速度領先其他主要經濟體。[5] 現時，中國的科學、科技、工程及數學（STEM 學科）博士生人數遠超美國，中國的 STEM 學科畢業生佔比高達 40%。[6]

中國科技實力的發展，於廣州、深圳及香港三地的先進製造業網絡之中表現得尤其突出。於 2025 年，中國的科學論文出版數目、創業投資活動及專利申請數目領先同儕，成為全球頂尖的創新集群。[7] 正如 Dan Wang 在他的新作《極速前進》（Breakneck）一書中提到，中國的創新集群企業具備深厚的「流程知識」。換句話說，企業的工程團隊緊密合作，並與研發及生產部門形成即時回饋機制，故此掌握豐富的技術及營運專業知識。[8]

我們持有的**立訊精密**便是一個典型的例子，透過將技術知識融入公司各個層面，這間廣東電子產品合約製造商能夠迅速採取行動、發揮不同業務的協同優勢，並為美國科技巨擘蘋果（Apple）等核心客戶解決複雜問題。

王來春是立訊精密的共同創辦人兼行政總裁，她可謂公司文化的最佳寫照。她早年曾於台灣製造商鴻海精密工業（亦稱為富士康）的深圳廠房擔任組裝線工人，隨後於 2004 年創辦立訊精密，透過對組裝線自動化及智能機械人領域的戰略性投資，加上一連串明智的收購決定，逐步擴大公司的業務版圖。

隨著時間推進，立訊精密成功減低對外部供應商及子零件的依賴，形成垂直整合的業務架構。正因如此，當蘋果（Apple）於 2010 年代初開始分散供應鏈時，立訊精密具備有利條件贏得大型組裝合約，最初為 iPhone 代工，之後將業務擴展至其他設備，例如 Apple Watch、AirPods 及 Vision Pro 頭戴式裝置。

立訊精密與美國巨企 Apple 聯手解決複雜的工程問題，亦將公司地位提升至新的高度，王來春亦將他們的合作關係比喻為「與鳳凰同飛」。[9] 然而，現時蘋果佔立訊收入超過 70%、盈利約 60%，因此公司採取了合理措施分散業務。在最近的投資者日活動上，我們對立訊精密不斷擴大的產品組合留下深刻印象，其涵蓋高性能運算、數據中心及汽車應用零件。

在進軍數據中心零件市場後，立訊精密應能把握人工智能相關需求上升的機會，不過該公司的汽車業務前景似乎更加樂觀。隨着全球電動車滲透率提升，汽車供應鏈正向新的市場參與開放，尤其電動馬達組裝以及電纜與連接器生產領域，

[4] 《阿里巴巴將於三年內作出超過 530 億美元的數據中心投資》，路透社（2025 年 2 月）。

[5] 中國國家統計局（2025 年 1 月）；《經合組織成員國的研發開支增長放緩，但中國開支激增》，經合組織（2025 年 3 月）。

[6] 《中國大學的科技競爭力超越美國》，FDI Intelligence（2025 年 4 月）。

[7] 世界知識產權組織的全球創新集群排名（2025 年）。

[8] Dan Wang《極速前進：中國塑造未來的探索》（Breakneck:China’s Quest to Engineer the Future）（W.W.Norton，2025 年 ）。

[9] 《立訊精密王來春：與鳳凰同飛，必是俊鳥》，中國企業家網（2024 年 4 月）。

而這些領域正是立訊的強項。此外，立訊精密亦與中國車廠奇瑞汽車成立合資公司，而且來自其他電動車企業客戶（例如 Tesla 及比亞迪）的業務持續增加。未來三至五年，我們相信汽車市場將成為立訊精密的主要增長來源。

立訊精密以出口業務為主，因此美國徵收關稅可能造成衝擊；區內其他製造商加強爭奪蘋果（Apple）的訂單，長遠亦對立訊精密構成風險。我們亦期望公司精簡目前複雜的擁有權架構。

好消息是，立訊精密的管理層嚴守營運方針，以往亦成功擴展新的業務，使我們對其前景抱有信心。儘管其估值近月有所上升，但我們認為公司仍有吸引力。隨着立訊精密逐步從合約製造商轉型成多元化的科技企業，預期往後五年的盈利複合年均增長率（年均複合增長率）有望實現中雙位數。

消費創新：美的集團及華住集團

另一方面，中國的創新力量也展現在更多面向消費者的企業之中。過去數年，中國經濟增長放緩，客戶競爭加劇，迫使企業重新思考並優化其產品、品牌定位、分銷渠道及營運方式。

我們持有的**美的集團**亦是創新企業之一，該公司於 1968 年創辦，起初生產瓶蓋，其後於 1981 年進軍家電市場。近年，美的集團更將業務擴展至新的領域，包括工業機械行業。然而，該公司還是以冷氣機、洗衣機、雪櫃及其他家居產品著稱，是中國所有主要家電市場上數一數二的企業。

就像立訊精密一樣，美的集團擁有出色的生產能力。舉例來說，我們曾經到訪集團位於深圳附近的順德總部，期間留意到一間廠房正在生產微波爐所用的多腔磁控管。在該款零件的市場上，美的集團佔據全球領先地位，而其 90% 的產量均供應於內部使用，我們對其自動生產線的效率及精密設計感到相當滿意。

除了頂尖的生產技術外，美的集團的成功還有賴於產品創新及明智的市場定位。於 2000 年代初，美的集團迅速擴展業務，以中庸的大眾市場家電打響名堂。自此之後，該公司將重心轉移至以設計為核心的自家品牌高檔產品，例如 COLMO 系列的人工智能智慧家電。在設計 COLMO 及其他產品系列時，美的集團的數碼產品規劃平台結合了客戶數據、產品設計及生產流程，因此可以更迅速地應對需求變化。於 2019 年至 2024 年期間，集團的產品開發週期縮短了 30%。

美的集團不久前推出了工業用的六臂輪足式機器人。雖然集團持續豐富產品組合，但家庭電器依然是業務核心所在。我們一直欣賞集團管理層在相關領域的執行能力，即使在宿敵小米掀起激烈價格戰的情況下，公司仍能穩守市場龍頭地位，而且擁有擴展海外市場的空間。

短期來看，美的集團可能面對多項不利因素。例如，中國政府推出以舊換新政策，為民眾提供刺激消費的補貼，惟這項安排扭曲了家電企業的需求，導致消費者提前買入產品。未來數月，銷情回復正常後，美的集團的盈利表現可能受損。不過，整體而言，我們認為集團是中國市場最具抗逆力、現金產生能力最強的企業之一。集團的股息率超過 5%，派息比率高達 68%，[10] 可見有能力向股東退還資本。

投資組合中另一間創新先驅是**華住集團**，其為首屈一指的連鎖酒店營運商，具備市場整合潛力。華住集團以特許加盟方式經營，加盟商負責作出房地產資本投資，並向集團持續支付品牌及營銷費用。華住集團亦為不少酒店提供管理服務，即所謂的「管理加盟」模式。

華住集團擁有出色的數碼科技能力，形成超越競爭對手的主要優勢。例如，集團將科技滲透於整個業務之中，從酒店內的自助辦理入住機，以至其應用程式會員計劃。此外，華住集團也能夠收集多達 3 億會員的旅遊模式及喜好數據，用於改善服務及提升營銷準確度。集團亦相應地為客戶提供會員積分獎賞，藉此鼓勵他們再次入住。現時，華住集團的會員訂單佔訂房總數約 74%。[11]

華住集團承認，最近數年曾出現策略失誤，包括於 2020 年收購德國的 Deutsche Hospitality 的時機不佳。另外，集團亦正嘗試出售舊有的租賃及自有物業，以便進一步發展成更純粹的輕資產營運商。在經歷低迷期後，華住集團的每間可供出租客房收益已由負轉正。長遠來看，我們相信集團能夠把握中國旅遊需求上升及消費者喜好升級的機遇，從而創造巨大的增長空間。華住集團的各項指標理想，自由現金流強勁，預期 2025 年的股本回報率超過 34%。[12]

總結及展望

正如本期通訊所述，中國的創新故事並不局限於少數的人工智能企業上。在科技、先進製造業及消費品行業中，我們都能看到企業利用新的流程、產品及業務模式提升競爭地位。

我們的中國投資組合正好能捕捉上述多元市場機遇。我們聚焦於由下而上的投資機遇，強調買入擁有優質管理團隊、良好管治水平、強大業務實力及長遠價值增長潛力的企業，而非執著於單一主題。我們認為，符合該等條件的企業能夠保持屹立不倒，並且不受人工智能熱潮最終發展的影響。

展望未來，多項利好跡象顯示中國股市踏入了更正面的發展階段。企業管治標準持續改善，上市公司的透明度及問責性提高，少數股東保障不斷加強，應能締造更易預測的投資環境，有利嚴守紀律及放眼長線的投資者。

與此同時，政策環境亦變得更加明朗。近期中美貿易緊張局勢降溫，加上北京政府提出新一輪的五年規劃，有助減低拖累投資氣氛的不確定性。另外，政府致力應對「內卷」現象，試圖打破過度競爭及壓價的循環，預期可以建立更理性的企業營商環境，允許實力較強的企業將優勢轉化成更高的利潤率，最終帶來持續的股東回報。

再次感謝您一直以來的支持。

[10] 截至 2025 年 9 月 30 日。

[11] 截至 2025 年 9 月 30 日。

[12] FactSet 普遍估計數字。

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 12 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 首源集團的觀點，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，並未經香港證監會審閱。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。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（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