

亞太區策略

亢奮與紀律

在擁擠的亞洲市場發掘可持續增值機遇

2026 年 7 月

「歷史從不重演，
重蹈覆轍的總是人類。」

(History never repeats itself. Man always does.)

—— 伏爾泰
Voltaire

2026 年夏季，香港街頭不時可見年輕人穿着印有鮮明標誌的黑色背心。這件宣傳品所推廣的是甚麼？原來是一隻追蹤南韓記憶體晶片製造商 SK 海力士的交易所買賣基金 (ETF)。[^]

今年 6 月，這隻由資產管理公司南方東英管理的 ETF，超越具代表性的盈富基金，成為香港市場規模最大的 ETF。¹ 盈富基金擁有四分之一世紀的歷史，投資於恒生指數內多隻藍籌股。相比之下，南方東英的 ETF 只追蹤 SK 海力士，並利用槓桿放大回報；當市況下跌時，這種策略亦會將虧損放大。

從分散投資組合，轉為對單一科技股作高風險押注，這個例子正好反映過去 12 個月亞洲市場的整體走勢。人工智能熱潮令市場回報集中於少數被視為數據中心及人工智能供應鏈設備開支增加的受惠企業，當中以 SK 海力士等晶片製造商表現最為突出。

相信我們與讀者都會認同，人工智能無疑是當代最重大的科技變革之一，甚至可能是最影響最深遠的一項。我們亦在投資流程的部分環節，在設有清晰規範的前提下，逐步增加人工智能應用。從消費者以至企業層面，相關用途不斷湧現，而專家普遍認為人工智能仍處於發展初期。

大型科技的企業資本開支大幅增加，真正的價值很可能正在逐步釋放。然而，隨着股價持續上揚及更多資金追逐此主題，重大風險亦正逐漸浮現。人工智能是一項革命性的科技躍進，但仍難以擺脫資本週期，以及由貪婪與恐懼所驅動的羊群行為。我們時刻謹記上述伏爾泰的睿見，並將這份審慎反映於策略的持倉比重之中。

集中風險

人工智能熱潮令市場集中度升至極端水平。南韓及台灣擁有多間領先半導體企業及其他人工智能相關製造商，目前分別佔基準 MSCI 亞太（日本除外）指數的 23.4% 及 26.9%。儘管兩地經濟規模遠小於中國及印度，但指數權重卻高於中國的 18.8% 及印度的 10.9%。² 市場回報亦因此失真：年初至今，指數上升約 24%；但若撇除南韓及台灣，則會下跌約 3%。³

作為主要晶片製造商的投資者，我們的亞洲策略受惠於這些企業過去 12 個月的升勢。然而，市場升幅愈趨集中，亦令我們保持審慎。

[^] 投資涉及風險。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。

¹ 《CSOP's SK Hynix leveraged product overtakes Tracker Fund as Hong Kong's largest ETF》，英文虎報（2026 年 6 月 23 日）。

² FactSet（截至 2026 年 6 月 30 日）。

³ FactSet（截至 2026 年 6 月 30 日）。

隨著利率可能上升，債務融資成本亦可能大幅增加。股票投資者或會質疑數據中心資本開支的潛在回報。資本開支週期也可能逆轉，當然亦可能持續下去。雖然團隊就這些議題進行了極為深入的討論與辯論，但我們不會假裝知道答案。

然而一旦市況改變，嚴守投資紀律及分散配置將變得更為重要。另外，目前市場上不少「非人工智能」領域的優質企業持股比例偏低，研究覆蓋亦不足，正是主動型、由下而上選股者放眼主流論述以外，發掘具吸引力的絕對回報機遇。

本客戶通訊將重點說明近期表現的推動因素，闡述目前投資部署背後的考量，並探討投資組合內的其他持股，包括多間中國工業及先進製造業龍頭。這些創新企業獲得的關注雖不及區內晶片製造商，但在全球市場的影響力正日益提升。

分析人工智能領域的「贏家」

不出所料，過去 12 個月，**SK 海力士**、**三星電子**及**台灣積體電路製造（台積電）**為投資策略帶來最顯著的正面貢獻。這三家公司連同其控股公司，目前合共佔 MSCI 亞太（日本除外）指數接近三分之一，而對 2026 年至今整體市場回報的貢獻卻遠高於比例所反映的水平。

台積電多年來一直是我們投資組合中比重最大的持股。該公司在最先進製程節點擁有無可比擬的地位，自然受惠於人工智能「產品化」並融入終端裝置的發展。即使數據中心開支回復正常，這股趨勢仍可為公司帶來長期結構性利好。

相比之下，我們一直減持 SK 海力士及三星。兩間南韓企業均將產能轉向人工智能應用所需的高頻寬記憶體（HBM）晶片，令傳統 DRAM 及 NAND 記憶體價格急升，並在短期內推高盈利。

預計到 2027 年，SK 海力士、三星及美國美光這三間記憶體製造商的純利合計約達 6,750 億美元。這遠高於其「四大」超大規模客戶的預期合計利潤（注意，我們所指的並不是現金流），甚至超過主要運算晶片製造商 Nvidia、台積電、Intel、AMD 及博通的合計盈利。行業利潤率前所未見地高企，但若供應較預期更快投產，或消費電子產品價格上升令記憶體需求轉弱，情況便可能改變。

逆向投資部署

由於我們對部分高增長股份維持較審慎的持倉部署，令策略近期落後於基準指數。縱然這種情況令人不安，但我們一直相信應以獨立思維審視市場的既有假設。

正因如此，我們早在人工智能熱潮興起前，已投資於其他較少受到市場關注的台灣科技企業，例如連接晶片設計商**瑞昱半導體**。該公司過往因業務與成熟的個人電腦及消費電子市場關連較深而未受市場青睞，但隨着人工智能基建擴張帶動連接零件需求，市場開始重新評價其價值。隨着股價上升，我們已減少持倉。

另一例子是晶片設計商**聯發科技**。我們持有該公司多年，見證其渡過不同週期。在行政總裁蔡力行（前台積電高層）的領導下，聯發科技靈活調整定位，改善成本結構、深化客戶關係，並 ETF 將智能手機以外的研發投入提高，以分散業務。2022 至 2023 年智能手機開支疲弱，股價下跌，但我們仍然保持投資信心。

不過，隨着聯發科技在特殊應用集成電路（ASIC）（即定製人工智能晶片）領域取得進展，其估值獲市場重新評價，我們近期已逐步減持。雖然 ASIC 業務正推動收益加快增長，而聯發科技的核心智能手機業務未來亦有望受惠於人工智能產品化趨勢，但市場對人工智能前景的憧憬，相信已在相當程度上反映於其估值。

市場焦點集中於台灣及其他地區的硬件企業，但我們認為，投資者可能低估了人工智能技術真正創造長遠價值的所在。就此而言，我們長期持有的**騰訊**，以有別於市場主流的方式參與龐大人工智能資本開支所帶來的機遇。

騰訊的競爭優勢在於客戶黏性極高的生態系統，形成強大的競爭護城河，並深度融入中國民眾的日常生活，涵蓋微信社交媒體平台、整合支付服務、內容及遊戲。市場認為騰訊在大型語言模型（LLM）方面起步較遲，因而感到失望；但近期與管理層會面後，我們對其審慎有度的方針感到放心。騰訊一方面招攬人才，致力建立頂尖大型語言模型；另一方面同時部署人工智能，將現有產品轉化為收益。這有助提高廣告定位的準確度及效率，並提升遊戲組合的製作能力及用戶參與度。

長遠而言，騰訊認為將人工智能代理整合至微信極具潛力，並已開始測試可與微信「小程序」互動的人工智能助手。值得一提的是，騰訊過往曾在電子支付等新技術領域後來居上；而我們亦相信管理團隊有能力在人工智能方面再次取得同樣成果。

利好因素

當指數回報由少數人工智能相關股份主導之際，投資組合內其他行業的持股仍帶來穩健貢獻，令我們深受鼓舞。

中國家電製造商**美的集團**便是一個好例子。在市場只關注數據中心之際，冷氣機及廚房電器看似平凡，但美的憑藉技術專長、營銷及品牌建立能力，以及持續卓越的管理團隊脫穎而出。

美的亦正拓展企業客戶業務。公司深入研究其他全球領先同業（例如西門子）的發展後，並逐步成為更成熟的自動化及能源管理系統供應商，同時生產壓縮機、摩打及電動車零件等先進工業組件。因此，美的能受惠於中國進口替代等更廣泛的結構性利好（見下文「投資中國工業創新故事」）。

美的最終建立了強勁的現金創造能力：股本回報率（ROE）達 20%，並持續將超過 100% 的盈利轉化為自由現金流；以負營運資金營運，而固定資產需求亦甚低。美的管理層重視股東價值，單在 2025 年便透過股息及股份回購，向股東派發人民幣 440 億元（60 億美元）。⁴

投資組合內另一間穩健複利增長企業，是新加坡的**華僑銀行**。近年利率上升並回復較正常水平，亦從結構上提高了該行的淨息差及股本回報率。同時，華僑銀行過去 20 年持續投資發展建立財富管理業務，如今正逐步收成，並帶動費用收入增長。與美的一樣，該行利用強勁的現金創造能力，直接回饋投資者：推出 25 億新加坡元（19 億美元）的資本回饋計劃，在兩年內結合特別股息及股份回購實施。

美的及華僑銀行正是我們偏好持有的企業典範：營運出色、具備韌性，並以股東利益為本。它們的增長或不算爆發性，但能穩步累積財富；在週期性趨勢令市場失真的時候，亦可提供分散投資及平衡作用。

拖累表現的因素

回顧過去 12 個月拖累表現的因素，亦提醒我們，除了演算法及數據中心以外，市場仍受到不少重大事件所影響。最值得注意的是，伊朗戰事阻礙石油及液化天然氣經霍爾木茲海峽運輸，而該海峽是全球能源流動的重要通道。

南亞及東南亞的能源淨進口經濟體受到的打擊尤其嚴重。印度是全球第三大原油買家，面對通脹升溫、外資流走及貨幣受壓。我們持有的 **ICICI Bank**、**HDFC Bank** 及 **Kotak Mahindra Bank** 估值均被下調，反映市場憂慮金融業可能受到連鎖影響。

這些銀行的近期業績幾乎未見問題跡象：不良貸款仍受良好控制，並於 2026 年第一季持續下降。我們正監察資產質素轉差或信貸需求放緩的跡象，但相信三間銀行都能保持韌性。它們憑藉審慎的管理方針及管理得宜的貸款組合，以穩健基礎迎接危機，並可能在較弱對手受壓時擴大市佔率。

HDFC Bank 近期亦面對一項個別事件所帶來的挑戰。主席 **Atanu Chakraborty** 於 3 月突然辭任，並表示部分做法「與其個人價值觀及道德標準不符」，導致該行股價顯著下跌。

我們其後就事件背景進行研究，結果令我們感到安心。事件似乎反映董事會就非執行職務的權責界線出現磨擦，另亦涉及其他策略分歧，而非更深層的營運問題或核心管治失效。部分不確定性無可避免仍然存在，但我們歡迎 **Keki Mistry** 獲委任為臨時主席；他在印度金融服務業擁有悠久的盡責管理往績。

整體而言，我們仍對 **HDFC** 的業務質素充滿信心。該行的吸納存款能力及信貸審批文化繼續領先區內同業，資產質素指標亦位居行業前列。以市賬率計，其估值已回落至吸引水平，甚至可與環球金融危機及新冠疫情期間的低位相比。考慮到該行賬面值有望以約中雙位數或以上速度複合增長，而股本回報率及資產回報率亦有進一步改善空間，我們認為這是一項吸引的機遇，並一直增持股份。

投資於中國的工業創新故事

回報最可觀的機遇，鮮有出現在市場焦點最集中的地方。當市場只關注人工智能硬件之際，中國成熟的工業及先進製造業正經歷一場規模相若的轉型。

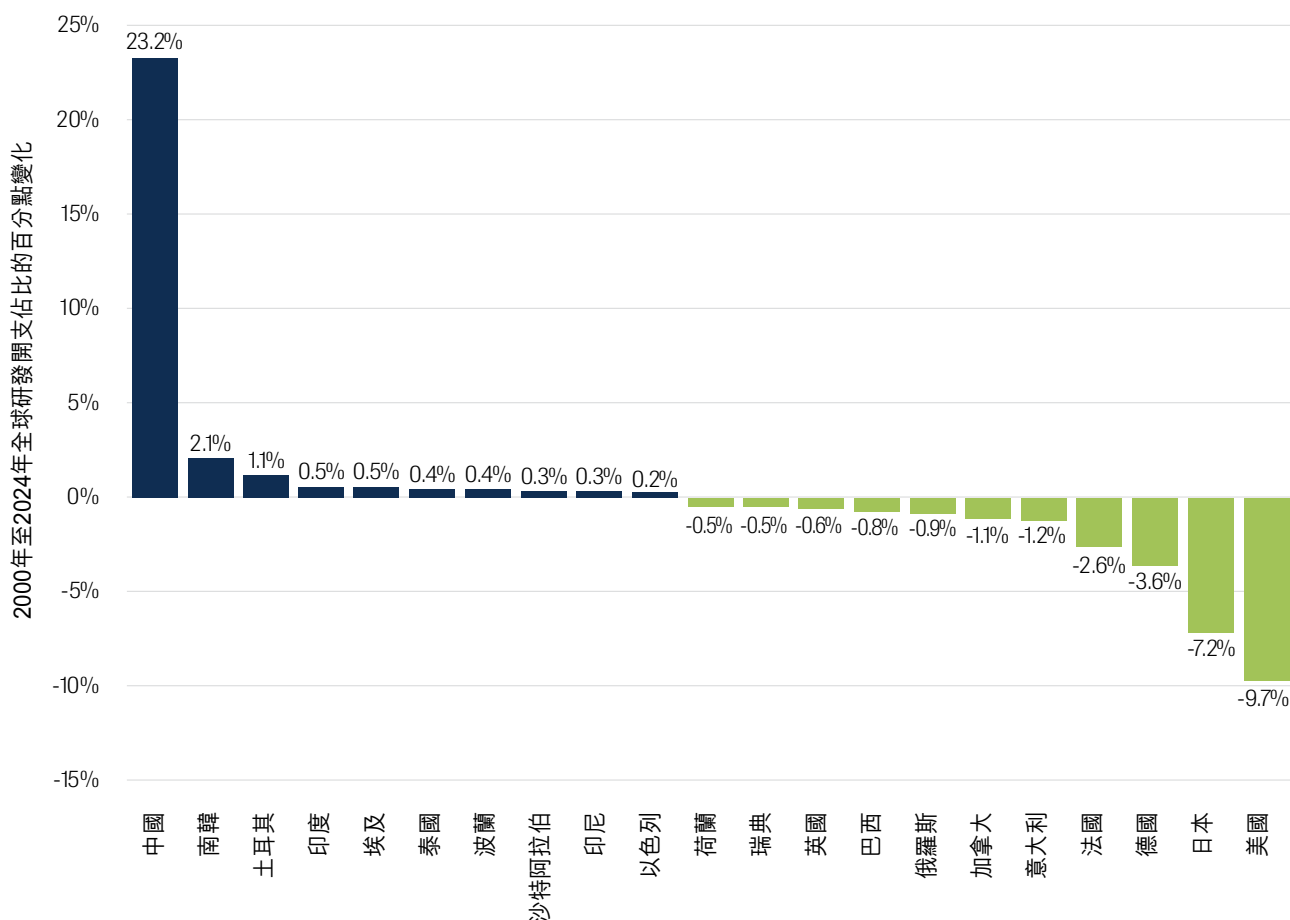
2000 年，中國研發開支只佔全球總額 4%；現時比例已升至超過 27%（見圖 1）。這既反映國家持續致力提升工業價值鏈，亦體現了一批具企業家精神、全球重要性日增的中國企業，從下而上推動創新。當中包括我們持有的自動化工專家**深圳匯川技術**、全球領先電動車電池製造商**寧德時代**，以及中國領先工程機械製造商**徐工集團**。

這些企業在不同程度上受惠於監管利好及政府支持，但真正令它們脫穎而出的，是自身持續投資於工程能力，以及高度重視關注客戶的實際需要。對我們而言同樣重要的是，這些企業的管理團隊與股東利益高度一致。

匯川技術對人才的重視，從其中文名稱「匯川」亦可見一斑，名稱大意是「百川匯聚」。創辦團隊過往任職於科技巨企華為，他們選用這個名稱，是希望匯聚中國最優秀的年輕工程人才。時至今日，匯川每條生產線均以不同河流命名，象徵公司對此目標的長期承諾。

4 美的集團（截至 2026 年 4 月）。

圖1：2000年至2024年全球研發開支佔比升幅及跌幅最大的國家



資料來源：世界知識產權組織、歐盟統計局、經合組織、RICYT及聯合國教科文組織統計研究所（2025年12月）。

匯川於 2003 年創立時，只是一間小型電氣變頻器製造商。公司先在升降機變頻器市場取得份額，其後拓展至其他領域；2021 年中國房地產業下滑，升降機零件需求大受打擊，證明其多元化策略相當明智。憑藉嚴謹的研發投資，匯川其後發展成中國工業自動化市場的主導企業，並逐步超越西門子、ABB 及施耐德電氣等全球巨頭。例如，匯川目前在伺服系統（高精度運動控制解決方案）的國內市佔率達 28%，幾乎是其最接近的全球競爭對手的三倍。

匯川的發展歷程並非一帆風順。管理層承認早期曾過度擴張，例如 2012 年預期需求會從日本轉移，但最終未有實現。不過，團隊其後在資本配置方面變得更為嚴謹。整體而言，匯川成功拓展相關業務領域，並在新市場上掌握核心技術，憑藉質素及成本雙重優勢建立競爭力。

過去五年，匯川的收益複合年均增長率超過 31%，同期平均股本回報率為 21%。⁵ 公司估值並不便宜，預測市盈率接近 25 倍；但我們認為其卓越的執行能力、強勁的淨現金資產負債表，以及機械人及數碼能源管理等領域的長期增長潛力，足以支持這項估值溢價。

寧德時代與徐工集團：擴大全球市佔率

與匯川一樣，寧德時代的投資理據首先建基於管理層質素。公司由行政總裁曾毓群領導；他過往創辦消費電子產品電池供應商新能源科技，寧德時代則是於 2012 年從其電動車部門分拆成立。

去年會面時，我們請曾毓群分享其理念，他將之歸納為幾項核心原則：常識、遠見、洞察力、勇氣，以及對競爭對手的尊重。這種思維體現於公司上下，亦是寧德時代過去十年成為全球電動車電池龍頭的原因之一。其國內市佔率超過 40%，歐洲業務版圖亦不斷擴大；能源儲存解決方案業務同樣持續增長。

寧德時代的技術優勢是故事的核心。公司每年投入約人民幣 200 億元（29 億美元）研發，工程人員超過 20,000 名，以維持領先地位。我們近期參觀其寧德的廠房，深入了解公司的製造能力；廠房採用定製及高度自動化設備。這種內部能力，加上寧德時代的規模及供應鏈控制力，轉化為相對同業的明顯成本優勢，以及維持較佳的盈利能力。

寧德時代目前擁有顯著技術領先優勢，但電池行業的週期性仍可能帶來挑戰。過往，行業一直受到商品價格波動影響。然而，寧德時代在以往行業低潮中仍表現良好。例如，2023 至 2024 年鋰價急跌，令電池價格大幅下降，並壓縮不少競爭對手的利潤率，但寧德時代的單位利潤仍然穩定，反映其成本控制能力及高端產品組合的優勢。

上述往績加強了我們對寧德時代長期韌性的信心，而公司持續擴大全球市佔率亦同樣令人鼓舞。2025 年，其海外收益增長 17.5%，超過人民幣 1,290 億元（180 億美元），目前佔總盈利超過 30%。⁶ 圍繞中國參與供應鏈的地緣政治憂慮，或會限制公司在美國及部分其他市場的發展空間；然而在其他地區，寧德時代的成本優勢很可能足以抵銷相關顧慮。公司正擴展海外製造版圖，在匈牙利及西班牙興建新的電池廠房，拉近與歐洲客戶的距離。

與寧德時代及匯川一樣，徐工集團憑藉工程專業及工程機械的成本競爭力，在全球市場持續擴大份額。公司已成為設備電動化的領先企業，並受惠於直接連接中國完善的電池及其他零件供應鏈。

近年，徐工集團進軍高端採礦設備，打入過往由 Caterpillar 及小松製作所主導的高利潤市場。近期多項交易亦印證其發展進度，包括與我們另一持股澳洲礦業集團必和必拓建立重要策略夥伴關係，為其全球業務開發新一代解決方案，充分肯定徐工的技術能力。

徐工集團是一間國有企業。我們通常對國企保持審慎，因為其架構可能令資本配置由政策優先事項，而非股東回報所主導。然而，徐工近年進行了重大管治改革，改善執行能力、營運效率及風險控制。公司亦推出員工持股計劃，確保管理層獎勵與少數股東利益一致。

與此同時，其盈利質素亦有所改善。過往賬面利潤未能轉化為現金，但目前自由現金流佔純利的比率已達 152%。公司亦承諾向股東回饋資本，計劃於 2026 年進行人民幣 3 億至 6 億元（4,000 萬至 8,000 萬美元）的股份回購。⁷

對上述三間企業而言，地緣政治均是主要風險。貿易關稅及保護主義政策可能阻礙徐工繼續拓展歐洲及拉丁美洲市場；但與此同時，同樣的衝擊也可能加強長期投資理據。能源價格上升，令電池驅動車輛相對柴油替代方案更具成本競爭力，並加速市場對節能工業自動化的需求。

總結及展望

展望未來，我們認為這些中國企業代表了亞洲優質企業中更廣泛的機會組合，人工智能相關股份大幅上升，令其他領域的實力企業從估值角度看變得愈來愈吸引。

投資組合層面的數據亦反映這一點。我們亞洲策略持股的盈利預期與指數大致相若，資產負債表持續增強。盈利能力保持穩健，股本回報率與基準相若，而金融業持股的資產回報率更高。然而，投資組合的預測市盈率已跟隨指數回落，股價與自由現金流比率則顯著較低。⁸

這種情況並不尋常，因為優質股策略的估值通常較基準有顯著溢價。這亦支持我們的信念：相對於所持企業的質素，目前投資組合的估值仍然吸引。

一如以往，感謝您一直以來的支持及寶貴意見。

6 寧德時代（截至 2026 年 3 月）。

7 徐工集團機械（截至 2026 年 4 月）。

8 FactSet（截至 2026 年 6 月 30 日）。

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。