FSSA Investment Managers
首域盈信



中國客戶通訊

大中華市場更新：兩個市場的不同軌跡

2026 年 10 月

過去數十年，亞洲各地經歷翻天覆地的轉變，而台灣的蛻變尤其深遠。首域盈信團隊於 1990 年代初開始在當地投資時，台灣已由農產品出口逐步轉向電子製造業。然而，當時部分規模最大的指數成分股仍與舊經濟息息相關，其中包括生產水果罐頭的台灣鳳梨股份有限公司。

時至今日，台灣就如 Nvidia 行政總裁黃仁勳所形容，成為了「人工智能革命的核心」[1]。當地龍頭企業**台灣積體電路製造（台積電）**是負責生產全球絕大部分先進半導體的晶片製造商，為各地數據中心提供運算動力。台灣現已建立完整的半導體及硬件製造生態系統，支撐全球人工智能投資。

過去 12 個月，台積電及我們持有的其他台灣科技股表現強勁，對首域盈信大中華策略起正面作用。人工智能基建資本開支蓬勃增長，帶動相關企業的需求急升及利潤大幅增長。

然而，台灣海峽彼岸的情況卻截然不同。我們在中國的投資回報大多未如理想。雖然中國科技硬件業表現良好，但其他領域的盈利受到消費開支停滯及「內卷」現象所拖累。所謂的「內卷」，是指企業陷入持續激烈競爭及削減成本的循環。

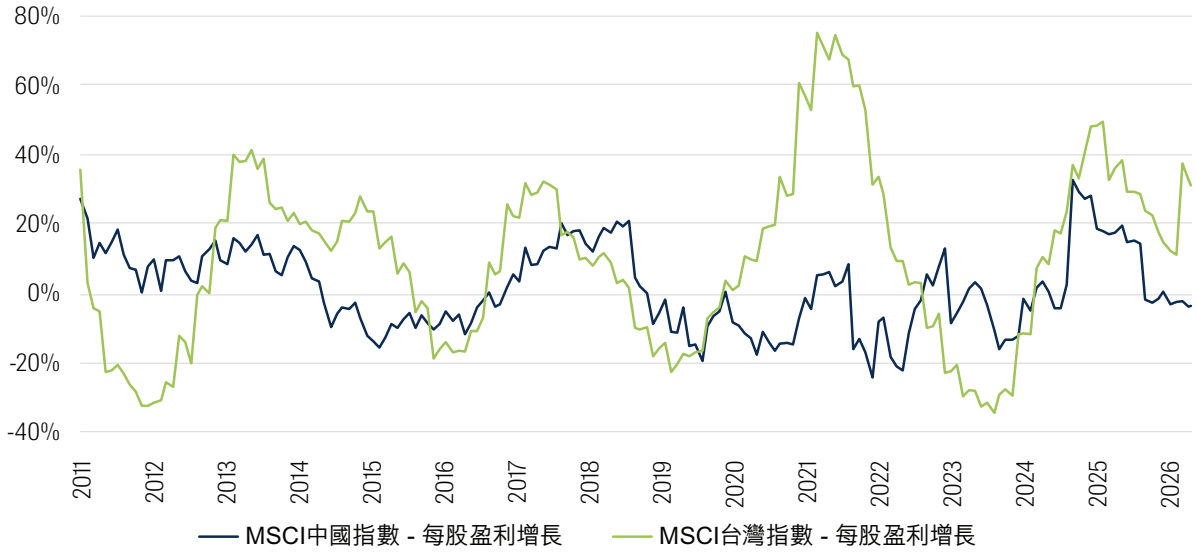
這種增長差距令兩地市場表現明顯分化，如圖 1 及圖 2 所示。我們認同台灣科技企業擁有全球領先的業務優勢及強勁增長，同時我們繼續在中國發掘機遇，原因是我們相信當地質素卓越、現金創造能力強，並由優秀領導團隊管理的企業仍未獲市場充分重視。

圖1：MSCI中國指數與MSCI台灣指數，以美元計的價格指數（以2000年為基期重新調整）



資料來源：FactSet、MSCI，截至2026年10月15日。

圖2：MSCI中國指數與MSCI台灣指數，每股盈利增長



資料來源：FactSet、MSCI，截至2026年10月15日。

市場繁榮與週期起伏

過去 12 個月，台灣的增長速度超乎尋常。儘管中國經濟規模是台灣的 20 倍，產業亦遠較多元，台灣在主要地區指數中的權重卻已超越中國。在 MSCI 所有國家亞太區（日本除外）指數內，台灣的權重由 2025 年 9 月底的 19% 升至 2026 年同期的 29%，中國的權重則由 30% 降至 20%。[2]

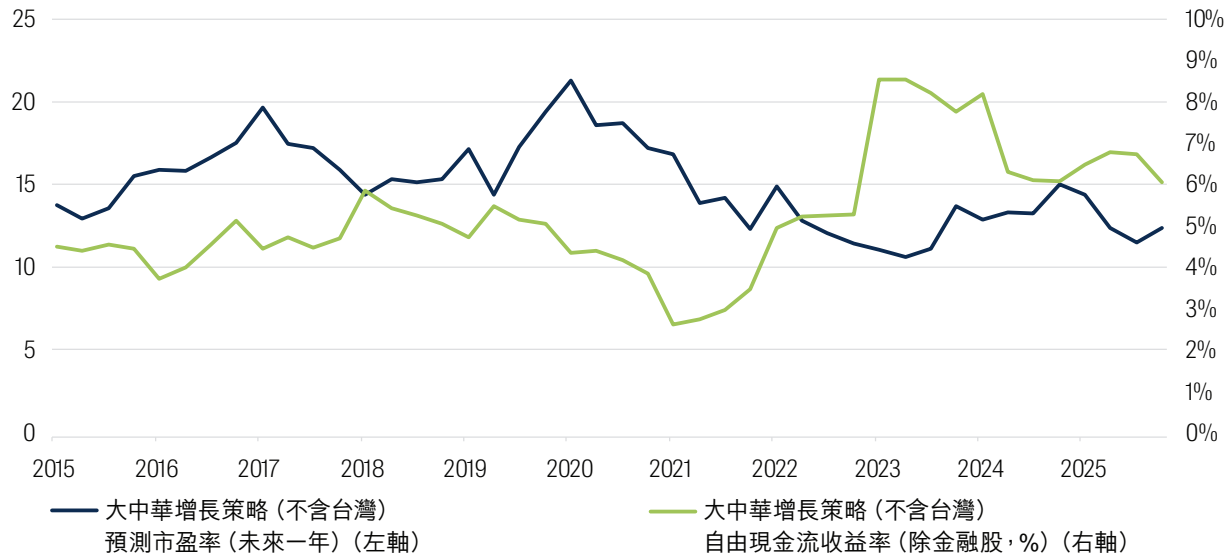
雖然目前台灣與中國的表現差距顯著，但歷年來兩地的強弱地位曾多次逆轉。以 2001 年為例，當時台灣科技業在科網泡沫爆破後艱難復甦，反觀中國則獲准加入世界貿易組織，得以加快融入全球經濟，並改善增長前景。中國市場的投資回報於 2000 年代急升，直至環球金融危機後大幅回落。

與此同時，台灣卻未能吸引投資者。2010 年代初以後，個人電腦行業日趨成熟，拖累市場對台灣供應商的增長預期。由於股價受壓，投資者可以約 5% 的股息率買入優質台灣企業。相比之下，中國經濟於整個 2010 年代快速發展，因此市場表現較強及估值顯著上升。

另一次逆轉則於 2021 年開始，當時北京加強監管大型互聯網企業、房地產業下滑，加上消費信心普遍轉弱，均對中國股票構成壓力。自 2025 年起，台灣在人工智能供應鏈的關鍵地位推動歷史性升浪，兩地分化進一步加劇。現時市場不再以股息率等收益指標衡量台灣龍頭企業，而是通常採用市盈增長比率等經增長調整的指標進行評估。中國並未有如台灣於 2010 年代般，步入低增長並以股息估值階段，但我們認為中國市場仍被低估，而我們持股的企業目前的自由現金流收益率為 6%（見圖 3）。[3]

歷史顯示，現時的市場環境不大可能無限期持續。不過，我們不會試圖預測下一次市場領導地位的轉移，而是繼續採取由下而上的方針，聚焦個別企業及有助實現長期複利增長的特質，例如創新能力、適應力及優秀的領導層。本通訊將先探討我們在兩地市場的持股如何體現這些主題，再分析近期表現的推動因素。

圖3：中國持股的未來12個月預測市盈率（左軸）及自由現金流收益率（右軸）



註：大中華增長策略的中國持股。自由現金流收益率不包括金融股。資料來源：首域盈信資產管理、FactSet，截至2026年9月30日。

創新競賽

台灣近數十年的發展，展示工業生態系統如何跟隨連串科技變革而演進。台灣企業在個人電腦代工領域奠定基礎後，現時在人工智能所需基建方面擔當領導角色。

台灣已在科技硬件價值鏈的多個環節建立實力，涵蓋晶片設計及先進封裝、伺服器組裝、印刷電路板及專用材料，以及數據中心複雜化發展所需的電源管理、散熱及互連技術。我們的多項持股在這個網絡中佔據重要位置，下文將逐一討論。

雖然台灣目前擁有較完整的人工智能硬件生態系統，但大中華區的創新發展並不限於海峽一岸。中國政府及私營企業均大舉投資，以建立本土半導體能力及硬件供應鏈，我們正密切留意相關發展。

值得注意的是，中國曾經多次展現收窄技術差距的能力。例如在 2010 年代的智能手機熱潮期間，中國企業迅速累積工程技術，並開始從台灣領先企業手中取得市場份額。

我們持有的**立訊精密**正是典型例子，其共同創辦人兼行政總裁王來春早年在台灣的鴻海精密擔任組裝線工人，其後於 2004 年創辦立訊。十年後，立訊已在多項大型組裝合約的競爭中擊敗台灣同業，贏得 Apple 的 iPhone、AirPods 及 Apple Watch 合約。立訊亦採取措施推動業務多元化，包括生產人工智能數據中心零部件，例如互連產品、光學零部件、電源供應器及散熱系統，預料對收益貢獻的佔比將持續提升。

另一家參與人工智能價值鏈的中國科技持股企業是**聖邦微電子**，其總部位於北京，主要設計集成電路模擬晶片。這家企業於 2007 年成立，並持續升級及擴大訊號鏈與電源管理產品組合。近期，光收發模組的晶片需求構成利好因素，該類模組用作連接數據中心與光纖網絡。我們於 5 月曾到北京與該公司創辦人兼董事長張世龍會面，其長遠目標是打造「中國的德州儀器」，同時以可持續方式追求增長及培養內部工程人才，令我們深受鼓舞。

於 2026 年，立訊精密及聖邦微電子在香港第二上市，我們均有認購，而此前我們已持有立訊的 A 股。上市初期需求強勁，反映市場對人工智能相關股份態度熱烈。不過，其後股價回落，讓我們得以按合理估值增持兩家公司。

在下行週期中展現韌性

每家企業都有其市場週期。面對較為艱難的時期，企業必須適應環境，並於必要時徹底轉型。過往，我們在兩地市場均見證過這種情況。

我們與多項台灣持股建立了長期關係，並近距離觀察它們如何渡過逆境。我們在大中華投資組合持有逾十年的晶片設計商**聯發科技**，便是一個好例子。

於 2017 年，台積電前高層蔡力行出任行政總裁後，聯發科技在其領導下調整營運方針，包括重整成本架構、深化客戶關係，並將業務分散至消費產品以外領域。我們對該公司策略抱有信心，因此在 2022 年至 2023 年的艱難時期繼續持股。當時全球智能手機開支疲弱，聯發科技股價隨之下跌（見圖 4）。

其後，投資者對聯發科技的人工智能特殊應用集成電路業務越發樂觀，市場看法大幅改變，預計該項業務將於 2026 年第四季開始帶來貢獻。我們仍對該公司長遠前景抱有信心，其核心智能手機業務應可受惠於人工智能功能融入消費裝置的趨勢。然而，我們認為人工智能熱潮逐漸反映於該公司估值之中，驅使我們逐步減持，以控制持倉規模。

圖4：聯發科技股價及股息率，2011年至2026年



資料來源：FactSet，截至2026年10月15日。

另一家成功調整定位的企業是電源管理專家**台達電子**。我們認識該公司多年，並欣賞其對研發的投入。然而，2010 年代後期，個人電腦市場日趨成熟，加上電力電子技術未有明顯升級，令台達的增長受壓。

事後回看，當時台達其實正為下一階段奠定基礎。隨著台達在電源管理方面的投資開始取得成果，我們亦於 2023 年重新建立持倉。其後該公司鞏固了在人工智能伺服器電源領域的領導地位，股份亦獲市場重新估值（見圖 5）。

我們近期與台達會面，發現該公司並未因現有的成就而自滿，反而再次作出前瞻部署，以維持競爭優勢。例如，台達現正尋求將數據中心電力基建業務由伺服器擴展至其他領域，包括配電及新興的現場能源解決方案。

圖5：台達電子股價及股息率，2011年至2026年



資料來源：FactSet，截至2026年10月15日。

中國企業如何適應轉變

中國企業現正面對同樣的適應力考驗，只是背景換成為需求疲弱及激烈的競爭環境。我們持有的中國企業正以不同方式應對充滿挑戰的環境。舉例而言，醫療儀器製造商**深圳邁瑞醫療**不斷發展體外診斷業務，以建立經常性收益來源；檢測及認證服務供應商**華測檢測**持續拓展客戶基礎及進軍新領域；電池製造商**寧德時代**則由電動車電池業務擴展至更廣泛的儲能解決方案。

這種適應力亦出現於我們持有的消費品牌企業。即使消費開支疲弱，多家公司仍致力鞏固競爭地位。例如，**華住集團**已由直接持有酒店物業的傳統營運商，轉型為以管理及特許經營（「管理加盟」）酒店為主的輕資產業務，從而降低資本密集度。同時，該公司業務也由經濟型住宿擴展至更廣泛的品牌組合，包括中檔的全季酒店，並持續發展忠誠計劃，現時會員總數已經突破 3 億。

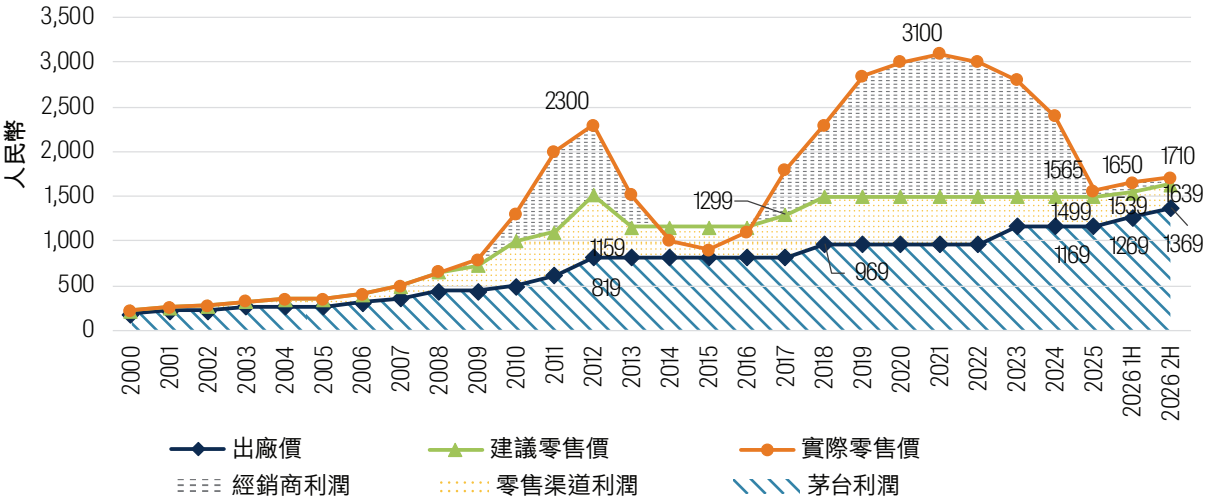
即使消費環境低迷，這些轉變仍協助華住集團鞏固市場地位。中國酒店市場分散，客源減少的獨立營運商往往更願意加盟成熟品牌，華住亦日益著力爭取吸引現有酒店轉投其旗下品牌。同時，該公司龐大的會員基礎及直接預訂渠道，有助降低對第三方旅遊平台的依賴。我們相信，這些結構性優勢應可支持華住長期維持市佔率增長。

另一例子是中國領先的高端白酒生產商**貴州茅台**。2025 年底，行業下行帶來我們認為吸引的入市機會，因此我們將其納入投資組合。消費疲弱，加上政府不時限制宴請及送禮，令高端烈酒需求受壓。自 2021 年行業進入下行週期以來，茅台股價亦隨整體行業回落。

我們認為市場低估了品牌的持久吸引力，該公司近期的策略調整亦帶來好消息。在行政總裁王莉的領導下，該公司調整定價及分銷架構，包括提高旗艦產品飛天茅台的出廠價，務求取得更多以往屬於經銷商的利潤（見圖 6）。

雖然貴州省政府持有控股權，而且管理層持股有限，與股東利益並非完全一致，但該公司的資本配置已變得更有利股東。假如計及股息與股份回購，茅台於 2025 年向股東回饋接近 80% 的純利。[4] 上述的正面發展，連同品牌的雄厚實力及長期累積複利回報的往績，支持我們認為該公司長線投資價值不俗的看法。

圖6：貴州茅台的定價及利潤分配



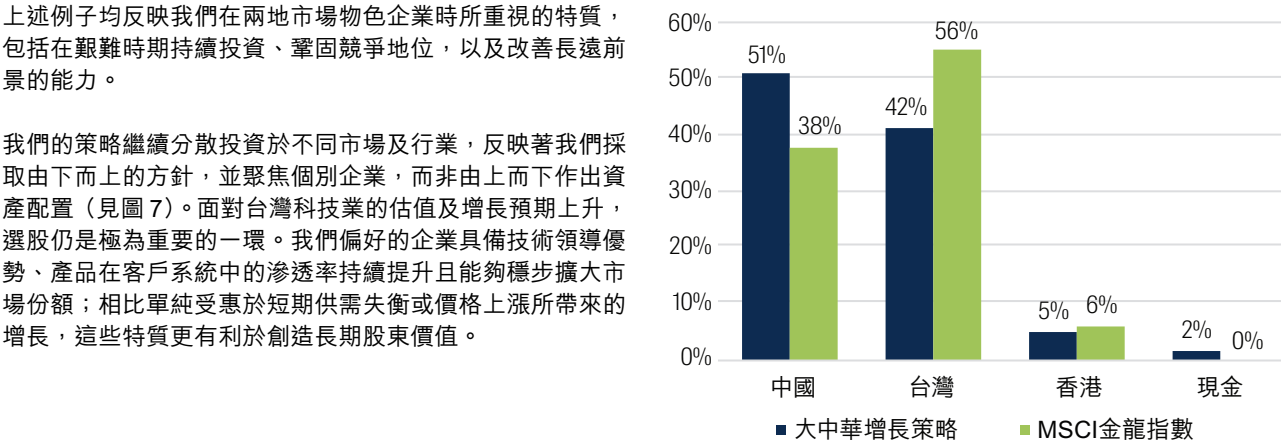
資料來源：首域盈信資產管理、公司披露，截至2026年8月。

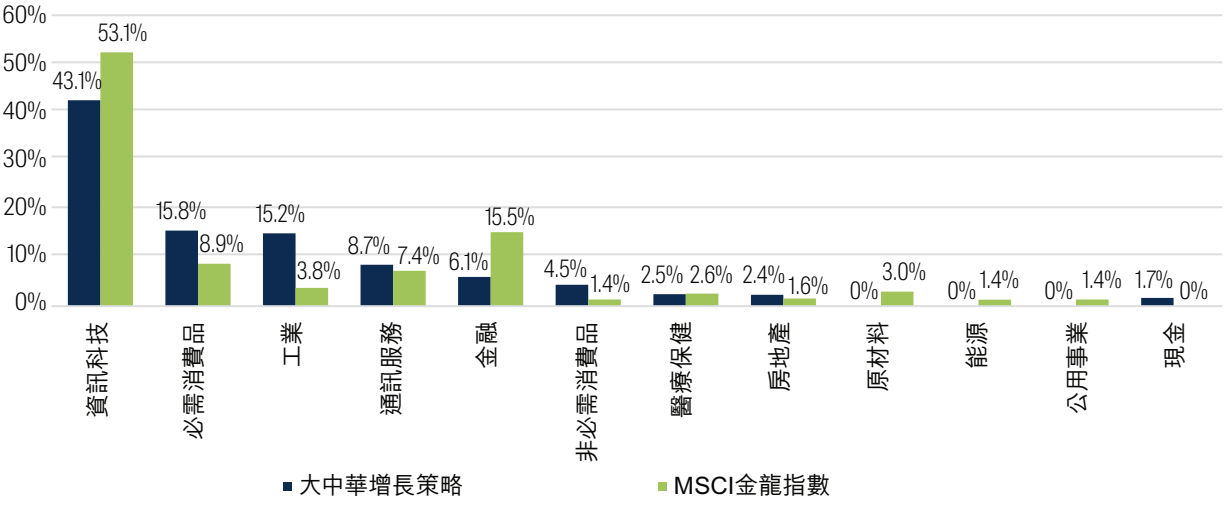
表現及部署：利好因素……

上述例子均反映我們在兩地市場物色企業時所重視的特質，包括在艱難時期持續投資、鞏固競爭地位，以及改善長遠前景的能力。

我們的策略繼續分散投資於不同市場及行業，反映著我們採取由下而上的方針，並聚焦個別企業，而非由上而下作出資產配置（見圖7）。面對台灣科技業的估值及增長預期上升，選股仍是極為重要的一環。我們偏好的企業具備技術領導優勢、產品在客戶系統中的滲透率持續提升且能夠穩步擴大市場份額；相比單純受惠於短期供需失衡或價格上漲所帶來的增長，這些特質更有利於創造長期股東價值。

圖7：大中華增長策略：比較投資組合與指數的市場及行業配置



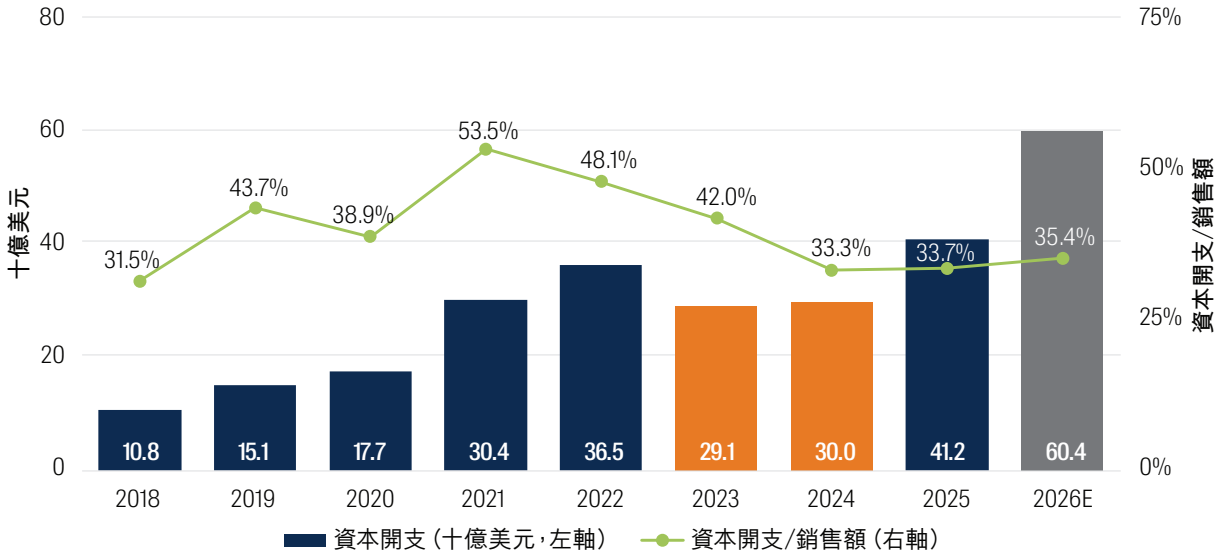


資料來源：首域盈信資產管理，截至2026年9月30日。

鑑於台積電位處人工智能供應鏈核心，該公司成為過去 12 個月表現的最大正面貢獻者也是意料中事。[5] 台積電佔全球晶圓代工業市場的 70%，並主導五納米或以下製程的生產，而這些尖端技術是製造前沿人工智能晶片的核心。台積電可以利用最先進的製程，將線路蝕刻於矽晶圓之上，其特徵尺寸僅為人類 DNA 寬度的數倍。

憑藉技術領先優勢，台積電可就最先進的製程節點收取溢價，其所產生的現金流則支持該公司大舉投資未來產能。不過，該公司方針仍然嚴謹：如圖 8 所示，台積電在 2023 年及 2024 年的人工智能熱潮初期放緩資本開支，待需求更趨明確後才增加投資。技術領導力與嚴謹資本配置並重，正是該公司繼續成為策略最大持股的重要原因。

圖8：台積電嚴謹的資本開支（十億美元）



資料來源：台積電年度申報及公司指引、FactSet、首域盈信資產管理，截至2026年10月15日。2026年數字為估算。

其他主要正面貢獻者也包括受惠於人工智能基建增長的台灣企業，例如聯發科技、台達電子及**光寶科技**。其中，光寶的供電設備受到數據中心強勁需求所支持。

人工智能時代下其他的「生產工具」的投資，同樣有利我們的策略。該類產品包括印刷電路板，其為先進人工智能伺服器內的晶片提供互連線路。在相關領域中，我們的持股包括印刷電路板製造商**健鼎科技**。至於供應鏈更上游方面，我們持有銅箔基板供應商**台光電子**，該類產品是生產印刷電路板的關鍵材料。台光電子在高密度互連市場約佔 70% 份額，該項技術正逐步應用於數據中心伺服器。

微軟、Amazon、Alphabet 及 Meta 等美國超大規模雲端企業大舉投放資金，為上述公司提供強勁的需求支持。同時，我們亦持續監察這股增長在供應鏈各環節的分配情況，以及企業如何透過定價及增加產能作出應對。

……以及拖累因素

我們持有的多家中國企業表現疲弱，抵銷人工智能相關投資帶來的部分正面影響。主要拖累表現的企業均是受到人工智能顛覆憂慮，或消費低迷與競爭壓力所影響。對於每個個案，我們均會專注評估這些因素是否實質改變企業的長遠競爭地位。

例如，投資者憂慮**騰訊**在人工智能競賽中落後，令其股價下跌。然而，此期間我們多次與管理層會面後，對該公司的長遠策略感到安心。雖然騰訊在加強投資自家的先進大型語言模型時，可以說是腳步較慢，但其混元人工智能模型近期已取得令人鼓舞的進展，並正逐步整合至旗下多項應用。更重要的是，騰訊龐大的數碼產品生態系統，為該公司將人工智能商業化創造機遇，有利精準廣告投放及遊戲開發等業務。

在科技行業以外，民眾消費意欲低迷，拖累多項消費相關持股。需求疲弱的後果之一，是企業展開激烈競爭，外賣遂成為「內卷」的主要戰場。

舉例而言，京東及阿里巴巴於 2025 年大舉進軍外賣市場後，本地生活服務平台**美團**被迫提供補貼以捍衛市場領導地位，因而錄得虧損。同時，美團的到店業務亦面臨字節跳動帶來的更大競爭。我們支持美團為捍衛市場地位而採取的防禦策略，但對京東跨足加入外賣市場抱持疑慮，這項業務與其核心運營模式並不契合，這亦是我們去年出售京東的原因之一。我們認為，競爭主要影響美團的短期盈利，而非永久損害其業務優勢。

自 2026 年初以來，阿里巴巴及字節跳動已將投資重心轉向雲端運算及人工智能。作為治理經濟「內卷」整體措施的一部分，政府亦就外賣補貼提出新例草案。競爭強度下降應有利美團：其外賣業務已重拾盈利，該公司現正留意海外機遇及雜貨零售等新增長項目。因此，我們持續增加持倉。

總結及展望

一如以往，台灣與中國各自呈現不同的機遇與風險組合。台灣擁有多家受惠於人工智能基建強勁結構性增長的出色企業，我們相信企業的技術領導地位及創新能力應可帶來吸引的長線機遇。我們繼續持有從技術升級中獲利，以及具備市佔率增長潛力的企業。

中國經濟前景較不明朗，但市場情緒疲弱及預期降低，為更廣泛的行業帶來機遇。我們相信，中國持股所出現的正面轉變逐步取得成果。整體而言，目前投資組合內中國持股的自由現金流收益率為 6%，而 MSCI 中國指數約為 3%，但未來兩年，兩者的盈利增長前景應相差無幾。[6] 我們的中國持股亦錄得較高股本回報率及更穩健的資產負債表，優於更廣泛指數的平均水平，反映市場低估了其現金創造潛力及基本質素。[7]

雖然我們對兩地市場的長遠前景感到樂觀，但不會試圖預測下一次領導地位的轉移。我們將繼續專心物色估值合理、具備優秀領導團隊、增長前景吸引且資產負債表穩健的企業，不論這些公司在大中華區何處上市。

感謝閣下一直以來的支持。

參考資料

1 路透社，〈Nvidia 行政總裁稱將每年於台灣投入 1,500 億美元，台灣是人工智能革命的「核心」〉，2026 年 5 月 27 日。

2 MSCI、FactSet，截至 2026 年 9 月 30 日。

3 自由現金流收益率不包括金融股。首域盈信、FactSet，截至 2026 年 9 月 30 日。

4 資料來源：貴州茅台《2025 年年度報告》。

5 表現回顧涵蓋截至 2026 年 9 月 30 日止 12 個月。過往表現並非未來表現的指標。

6 自由現金流收益率不包括金融股。首域盈信、FactSet，截至 2026 年 9 月 30 日。

7 根據首域盈信大中華增長策略的中國持股計算，其股本回報率為 17.8%，淨負債對盈利比率（不包括金融股）為 -1.4 倍；相比之下，MSCI 中國指數的股本回報率為 14.5%，淨負債對盈利比率（不包括金融股）為 -0.6 倍。首域盈信、FactSet，截至 2026 年 9 月 30 日。過往表現並非未來表現的指標。

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