

基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場核心策略

2026年4月

表現回顧：市場論述與基本面之爭

市場經常捕捉某項重大主題，再廣泛套用至各種分析中，符合相關論述的企業將獲追捧，不一致者則被冷落。

過去一年，新興市場的論述由部分人口中的「HALO」交易（即重資產、低淘汰交易）所主導。利率上升、地緣政局不穩，加上人工智能數據中心的建設浪潮，激發了市場對重資產及週期性業務的投資意欲，該類公司包括韓國工業企業及中國國有企業。基於企業質素及管治考量，我們傾向避開這些領域。與此同時，隨著代理式或自主式人工智能技術迅速發展，市場擔心我們偏好的輕資產數碼公司遭到衝擊。

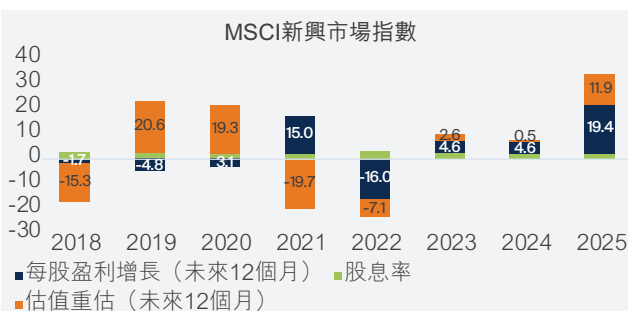
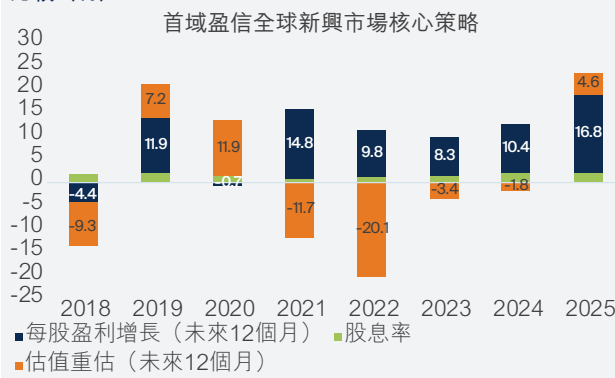
市場領導地位的轉變，有助解釋最近投資策略表現相對落後的原因。截至3月底前的12個月內，基準指數以美元計的回報率為30.3%，高於投資組合的11.6%。¹我們的分析顯示，指數回報受到金屬與礦業、科技硬件行業的盈利出現強勁的週期性上行，以及估值大幅重估所帶動。在該段期間，估值重估佔指數回報的12.1%，而佔投資組合回報比例為2%。²

投資策略的回報仍然主要來自每股盈利增長及股息，與長期趨勢一致（見圖1）。這一點至關重要，原因是估值重估屬於一次性收益，只有盈利複合增長才能創造更長遠的價值。我們預期，隨著週期性利好因逐步減退，投資者的目光將重回盈利及現金產生能力的持久性與可重複性，而投資策略的表現將會轉好。

與此同時，我們並未盲目追逐價格被炒高的熱門市場板塊，反而繼續專注於基本面。我們增持價格跌幅超過內在價值的優質企業；而當企業的週期性動力及估值重估，將估值推高至超過我們認為盈利及增長前景所能支持的水平時，我們則會減少相關持倉。

在本期回顧中，我們重點說明近期回報的正面及負面主要推動因素。我們將解釋當前的投資部署，並說明為何面對短期波動，我們依然看好投資組合的長遠前景。在另一篇文章中，我們更深入地探討了市場對人工智能衝擊的憂慮，以及其對我們持倉的影響。

圖1. 2018年至2025年策略回報（上方）與指數的推動因素比較（%）



資料來源：首域盈信、FactSet、MSCI（2026年3月）。註：每股盈利 = 每股股份的盈利（股東應佔純利除以發行在外股份數目）。未來12個月 = 未來的12個月，基準為分析師的普遍預測。估值重估是指市場決定上調或下調企業的估值倍數（在此情況下為預測市盈率），反映投資者預期或市場狀況改變，而非單純的盈利變化。

利好因素

首先回顧對投資表現有正面貢獻的因素，我們觀察到市場上多個截然不同的領域均取得良好成績。表面上看，中國酒店營運商**華住集團**與秘魯銀行**Credicorp**似乎關聯不大，但兩間公司卻擁有相同的關鍵特質，包括同樣受惠於國內消費增長，以及其客戶群的技术成熟度的提升。

¹ 上述表現已扣除費用。資料來源：首域盈信資產管理、MSCI（截至2026年3月31日）。

² 以美元計。資料來源：首域盈信、MSCI（截至2026年3月31日）。

華住集團主要採用輕資產加盟模式經營，由加盟商承擔大部分房地產資本投資及支付經常性費用，以換取華住集團的品牌使用權及分銷專業知識 - 部分更透過「管理加盟」安排，華住集團會派駐酒店經理為加盟商提供營運支持。這套模式有助集團迅速擴張，並把握強勁的旅遊需求。旅遊是少數在近年中國市場需求低迷中仍然表現堅挺的消費類別之一。

此外，華住集團的數碼服務亦是成功關鍵。該公司已將技術應用貫穿業務流程，涵蓋酒店內的自助服務機，以至應用程式會員計劃。透過數碼服務及規模效應的結合，華住可在中國高度零散的酒店行業中，建立領先對手的巨大優勢。我們的研究顯示，在華住集團品牌旗下的酒店中，每間可供出租客房的收益往往高於獨立經營的酒店，這為酒店擁有人加盟集團提供了重要誘因。

華住集團承認，最近數年曾經出現失誤，包括於 2020 年選錯時機收購德國企業 Deutsche Hospitality。集團亦正嘗試出售部分舊有的租賃及自有物業，以便發展成更純粹的輕資產營運商。在渡過低潮後，華住集團每間可供出租客房的收益已轉為正數，基本指標表現理想。於 2025 年，集團錄得強勁的自由現金流，股本回報率超過 40%。³ 然而，在近日股價飆升後，該公司的估值顯得偏高，我們已逐步減持股份。

Credicorp 近月股價同樣造好。該公司宣佈業績不俗，顯示純利增長健康，而且不良貸款比率下降，帶動資產質素顯著改善。就像華住集團一樣，Credicorp 亦積極應用新技術，因此較同業擁有重大的競爭優勢。另外，該公司也願意「自行顛覆現況」，早就令我們留下深刻印象。他們投資於創新項目，旨在開拓新市場及加強客戶關係，而非死守現有業務。

這種企業文化一直存在，近期對業績的影響愈見明顯，集團旗下的支付及服務平台 Yape 便是最佳體現。目前 Yape 約有 1,500 萬名用戶，佔秘魯人口接近一半，並在個人對個人支付市場佔據領先地位。此外，Credicorp 亦拓展相關業務，近期該行的附屬公司 Tenpo 便成為了當地首家獲得牌照的數碼銀行。

我們對 Credicorp 的投資，亦反映了我們傾向如何參與秘魯等依賴大宗商品推動的經濟體。在該類市場上，不少能源及原材料龍頭企業均存在著我們嘗試避開的管治、國家擁有權或資本配置風險。有鑑於此，我們通常改為尋找同一經濟體內的優質受惠企業，例如具主導地位的銀行或消費品公司。透過這些企業，我們亦能把握市場信心及經濟活動改善的機遇，同時投資於更穩健的業務模式。Credicorp 佔秘魯存款及資產市場約 30-40%，在當地市場擁有強大優勢，正好符合我們的標準。

AI 領域的「贏家」……

這一年來，數據中心產能建設及人工智能能力的快速發展，對投資表現的影響有好有壞。

我們先看市場眼中的贏家，即超大規模企業作出巨額資本開支的受惠者，包括台灣及韓國的主要晶片製造商。該類公司的產品用於訓練先進人工智能模型，例子包括我們持有的台積電、三星電子及 SK 海力士。這些企業的收益及股價均顯

著上升，對過去 12 個月投資策略的絕對表現產生正面貢獻。然而，他們的業務模式及競爭護城河存在重大差異，並反映於投資組合的配置上。

台積電在最先進的製程節點領域擁有無可比擬的地位，加上與客戶建立了深厚長久的關係，故此具備明顯的結構性優勢。在人工智能擴散至終端裝置及工業應用的「產品化」階段，我們認為該公司是理所當然的受惠者。即使短期內數據中心開支回復正常，我們相信未來數年的「產品化」趨勢應會加速。現時，台積電仍是我們投資組合比重最大的持倉。

另一方面，兩間韓國企業均經營有道。SK 海力士繼續領導高頻寬記憶體（一種人工智能應用所需的先進晶片）市場，並掌握先發優勢、強大的客戶群及卓越的執行能力。三星的近期業績則明顯好轉，而且在高頻寬記憶體領域取得迅速發展。不過，三星的更大部分收益來自傳統記憶體晶片，例如動態隨機存取記憶體。有關領域的競爭更激烈，商品化程度更高，盈利的週期性波動更大。

SK 海力士與三星均將產能重新分配至高頻寬記憶體產品上，該項決定符合策略考量，但卻影響了傳統記憶體晶片的供應，並刺激定價飆升，帶動公司收益出現週期性增長。記憶體需求一旦轉差，盈利容易隨之受壓，我們對此情況感到憂慮。有見及此，我們減少對三星及 SK 海力士的持倉。基於 SK 海力士在產品差異較大的高頻寬記憶體市場佔據優勢，我們對該公司保持更大信心。

……至於「輸家」

另一方面，市場擔心人工智能帶來衝擊的風險，對我們持有的多間企業造成影響。在 2026 年第一季，開源代理平台 OpenClaw 開始受追捧，加上美國公司 Anthropic 推出代理式辦公工具，觸發投資者的恐慌情緒升溫，造成多間企業估值下調，包括中國互聯網巨頭騰訊（及其主要股東 Prosus）、網上旅遊平台攜程、貨車運輸物流平台滿幫集團，以及電商企業 Sea 及 MercadoLibre，使得投資表現受到拖累。儘管個別企業的業務模式可能面臨風險，但其他公司有望在人工智能時代保持韌性，甚至提升實力，因此我們認為市場的反應是過於一刀切。

騰訊是一個典型例子。在 2025 年及 2026 年初，其於人工智能投資不多，故而遭到市場冷待。在其後的 3 月，該公司宣佈增加人工智能開支，惟市場反應平淡，未能抵銷投資者對代理式工具威脅日益加劇的疑慮。

然而，這種顛覆論似乎忽略了一個重要的事實。騰訊的競爭優勢並非在於可被外部代理式工具輕易複製的薄弱介面，而是源自其生態系統，當中包含微信的社交媒體平台、整合支付、內容及遊戲業務。用戶已習慣在生態圈內完成全流程操作，暫時亦未見外部代理式工具能夠提升用戶的相關體驗。在近日與管理層的會面中，我們對騰訊理智審慎的做法感到放心。為了建立具競爭力的大型語言模型，該公司升級研究團隊，同時利用人工智能將現有產品即時轉化為收益來源。例如，騰訊正在通過人工智能提升廣告的定位精準度及效率，並加快遊戲製作及改善用戶參與度。

上述情況亦出現於其他持倉上，最近市場認為這些公司可能面對人工智能衝擊。以攜程為例，該公司在實時查閱庫存、

³ FactSet（截至 2025 年 12 月 31 日）。

商戶密度、客房供應及定價方面，均擁有難以複製的優勢。客戶使用攜程的平台，目的不僅是預訂機票及酒店，更是為了研究不同方案及作出決定。假如將用戶排除在外，也就剔除了旅遊預訂過程中的「探索」部分，而這個部分卻會隨著資訊更新而不斷變化。此外，攜程提供的履約服務、支付整合，以至多年來累積的服務記錄及客戶信任，這些元素均是極難被人工智能解決方案所取代。相對於現有的高度完善體驗，人工智能方案均不太可能提供更低摩擦阻礙的用戶體驗。事實上，目前的代理式旅遊工具可靠性明顯存疑。⁴

在電子商貿領域中，市場同樣將數碼平台視為人工智能代理可以取代的單純結賬介面，但事實上，MELI 及 Sea 等企業經營的生態系統整合了產品探索、物流、支付、信貸、廣告及商戶工具，因此「去中介化」的難度更高。兩家公司因持續投資於業務發展而面對利潤率壓力。然而，我們認為市場低估了該等投資在提升企業的核心實力及鞏固生態系統方面的作用，從而改善其面對人工智能衝擊及電商競爭對手的韌性。

基於上述因素，我們認為近期互聯網企業估值下調，原因主要是市場對人工智能憂慮所引發的估值下挫，並非反映相關業務持續轉差。我們的分析顯示，這些公司的盈利表現依然強勁（見圖 2），故此我們更有信心。市場論述與實際情況的落差帶來了吸引的機會，我們已於股價疲弱時增持該等企業。

圖 2. 互聯網平台企業盈利堅挺

企業	2025 財年利潤增長	最新一季 / 期間利潤增長
Prosus	200%	2026 年上半年核心 = 23%
Sea	74.0%	第四季 = 73.0%
攜程	11.3%	第四季 = 10.0%
滿幫集團	19.5%	第四季 = 14.4%
MELI	21.7%	第四季 = 10.2%

資料來源：彭博（2026 年 4 月）。

印度市場透視

除了上文討論的互聯網公司外，最近表現的最大利淡因素來自 **HDFC Bank**。印度是石油淨進口國，伊朗戰事及能源供應受阻的影響拖累該行增長。

在 3 月中，HDFC Bank 的非執行主席辭職，導致股價進一步下跌。隨後，我們對相關情況進行深入調查，幸好結果令人安心。這次事件似乎反映了非執行主席職責範圍的「磨擦矛盾」，而非深層次的管治或營運問題浮現。印度儲備銀行亦罕見地發表公開聲明，表示未有發現主席函件所暗示的道德問題，印證了我們的看法。在此之後，HDFC Bank 股價大幅反彈。按照最近的財務業績及我們與管理層的交流來看，戰事對該行的資產質素或增長未見影響。

從更宏觀的角度分析，印度匯集了近期改變市場的多項主題，包括人工智能顛覆資訊科技服務行業的威脅，以及能源價格衝擊。我們繼續將印度視為尋找優質企業的最理想新興市場之一，當地企業的活力、人才儲備及雄心壯志確實傲視同儕。

⁴ 普林斯頓大學的電腦科學家對人工智能的可靠性進行研究，他們發現，人工智能代理在預訂旅遊產品時，表現尤其不可靠，代理助手經常預訂錯誤的航班，而且未能處理客戶退款。請參閱《人工智能代理有多（不）可靠？》，金融時報（2026 年 4 月）；以及《探討人工智能代理可靠性的科學規律》，arXiv（2026 年 2 月）。

⁵ 彭博（2026 年 3 月）。

話雖如此，在 2026 年 2 月的最近一次實地考察後，我們對印度的結論大致維持不變。即使市場估值有所回落，我們看好的公司仍不便宜。就算宏觀環境更趨複雜，市場定價同樣反映企業增長預測相對強勁。長遠而言，我們對印度的前景保持信心，惟短期挑戰仍在，當中主要的宏觀風險在於促進白領職位創造及城市消費的引擎 - 資訊科技服務行業 - 正持續放緩。與此同時，部分消費領域愈來愈依賴信貸推動，而非收入支撐。這種情況可能導致非必需消費品需求疲軟、核心資訊科技走廊的住屋需求降溫，以及削弱對印度盧比的支持作用。在政治層面上，改革動力同樣有所放緩。縱然我們的基準情景預測並未假設政策發生重大轉向，但市場定價未有充分反映該項風險。

市值與國內生產總值的比例是衡量估值的有效指標：目前印度的比例約為 117%，處於過去 15 年來的第 81 個百分位數。儘管排名低於 2024 年底的 150% 最高紀錄，過往經驗卻顯示，最吸引的入市時機通常出現在比例跌破 70% 之時，而我們距離該水平尚有一定距離。⁵

由於估值居高不下，除了 HDFC Bank、ICICI Lombard General Insurance 及 Kotak Mahindra Bank 等主要金融行業的配置外，我們繼續限制對印度市場的敞口。不過，這次考察之旅有助我們將焦點鎖定在資訊科技、金融服務及消費平台領域，並集中發掘少數優質的由下而上投資機會，我們正對這些領域展開進一步深入研究。

總結

展望未來，印度以至整個新興市場面臨的最重要的短期問題在於中東衝突的走向。全球約 20% 的海運石油及液化天然氣經由霍爾木茲海峽運輸，這次航道受阻對能源價格、貨運成本及通脹產生即時影響。對於依賴進口油氣的南亞及東南亞經濟體而言，這是一個極其嚴峻的問題。

儘管如此，我們預期投資組合的持倉將保持韌性。我們所投資的企業擁有強大的競爭地位，這份優勢來自網絡效應、客戶對品牌的信心、深厚的分銷網絡、領先的成本效益，以及基本產品及服務的切換成本較高。歷史上，即使在通脹升溫或市場動盪之中，這些特質亦能轉化為定價能力，並維持利潤率。正如我們在討論人工智能時所指出，上述因素也能決定哪些企業將遭遇衝擊、哪些企業能夠顛覆市場。

總括而言，考慮到增長潛力，我們仍然認為投資組合的估值相當吸引。我們的分析顯示，中期的盈利複合增長率將介乎約中至高十位數。假如衝突持續，盈利預測可能面臨下行風險，但我們繼續看好投資組合會較整體市場更具防守力。現時，投資組合的股價與自由現金流比率約為 18 倍，市場平均水平則為 22 倍。以我們持有的企業質素來說，這個估值水平可謂合理。

短期內，市場動盪或將持續。然而，對於願意跳出當前論述框架的投資者而言，我們認為目前的機會組合依然吸引。

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）有限公司的商业名稱。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）的商业名稱。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。